MANAGERIALISMUS UND UNTERNEHMENSERFOLG

Ein empirischer Beitrag

INAUGURAL-DISSERTATION

zur Erlangung des akademischen Grades
eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften
(doctor rerum oeconomicarum)
der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Universität des Saarlandes

von

Dipl.Kfm. Peter J. Thonet

Saarbrücken

November 1977

1978

MANAGERIALISMUS UND UNTERNEHMENSERFOLG

Ein empirischer Beitrag

INAUGURAL-DISSERTATION

zur Erlangung des akademischen Grades
eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften
(doctor rerum oeconomicarum)
der Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät
der Universität des Saarlandes

von

Dipl.Kfm. Peter J. Thonet

Saarbrücken, November 1977

Tag der Disputation	:	16. Februar 1978
Dekan	:	Prof.Dr.D.Krauß
Erstberichterstatter	:	Prof.Dr.O.H.Poensgen
Zweitberichterstatter	:	Prof.Dr.E.Kaufer

Vorwort

Benutzen Manager, die keinen starken Eigentümern, sondern einer Vielzahl von Kleinaktionären gegenüberstehen, ihre Entscheidungsfreiheit zur Wahrnehmung der Interessen der Aktionäre oder zur Wahrnehmung ihrer eigenen Interessen, die nur teilweise im Einklang mit den Interessen der Aktionäre stehen? Lässt der Wettbewerb oder der Kapitalmarkt den Managern überhaupt einen Handlungsspielraum offen, sodaß sie ein von der Gewinnmaximierung abweichendes Verhalten aufrechterhalten können? Dies sind die Kernfragen der Managerialismustheorie, die in den westlichen Industrienationen lange diskutiert werden. Bisher liegen empirische Berichte zu dieser Problematik jedoch vorwiegend für die Wirtschaftsgebiete USA und Großbritannien vor. Diese Arbeit untersucht diese Fragen zum ersten Mal empirisch für das Wirtschaftsgebiet der Bundesrepublik Deutschland (Zeitraum 1961-1970).

Dabei steht diese Untersuchung im Rahmen eines Forschungsprojektes "Kontext, Organisation und Erfolg", das derzeit am Lehrstuhl für Organisation und Informationswesen (Universität des Saarlandes) unter der Leitung von Prof. Dr. O.H.Poensgen durchgeführt wird. Ihm gilt mein besonderer Dank für seine ständige Diskussionsbereitschaft und großzügige Unterstützung bei der Durchführung dieser Arbeit. Ebenso gilt mein Dank den Herren Prof.Dr.E.Kaufer und Prof.Dr.J.Hauschildt für ihre Anregungen und Hilfsbereitschaft. Meinen Kollegen danke ich für ihre ständige Diskussionsbereitschaft, insbesondere Herrn H.Lohan, der mich bei den statistischen Verfahren beraten hat.

Saarbrücken, im Februar 1978 Peter J. Thonet

" Für Ilse "

UNIV.
LEIDEN
BIBL.

KURZFASSUNG
zum Inhaltsverzeichnis

Teil A : Theorie und bisheriger Stand

I	Problem und Zielsetzung
II	Bisherige empirische Studien
III	Managerialismustheorie
IV	Einschränkungen zur Managerialismustheorie
V	Erweiterung der Managerialismustheorie: Unternehmenskontrolle und Risiko
VI	Hypothesen

Teil B : Empirischer Bericht

VII	Empirisches Feld
VIII	Operationalisierung der unabhängigen Variablen und statistische Verfahren
IX	Größe, Rendite und Unternehmenskontrolle
X	Wachstum und Unternehmenskontrolle
XI	Risiko und Unternehmenskontrolle
XII	Managereinkommen und Unternehmenskontrolle
XIII	Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse

INHALTSVERZEICHNIS

Teil A : Theorie und bisheriger Stand

I Problem und Zielsetzung 6

II Bisherige empirische Studien 9

1. Überblick 9

2. Einzelanalysen 16

2.1 Die Studie von Palmer 16

2.2 Die Studie von Kania u.McKean 20

2.3 Die Studie von McEachern 26

3. Fazit 27

III Managerialismustheorie 33

1. Annahmen 33

2. Grundlegende Modelle 37

2.1 Das Modell der Umsatzmaximierung 37

2.2 Das Modell der Wachstumsmaximierung 40

2.3 Das Modell der Maximierung präferierter Ausgaben 45

3. Weitere Entwicklungen 53

3.1 Variation der Annahme zur Gewinnrestriktion 54

3.2 Verallgemeinerung des Modellansatzes 59

4. Fazit 61

IV Einschränkungen zur Managerialismustheorie 63

1. Klassische Kritik 63

2. Kritik an den Modellen des Managerialismus 70

2.1 Umsatz und Wachstum oder Gewinn als entscheidende Determinante des Managereinkommens 70

2.2 Das Argument der Freizeit in der manageriellen Nutzenfunktion und resultierende Ineffizienz 75

2.3 Mehr Realismus in den Motiven nur für die Gruppe der Manager 80

3. Empirischer Nachweis von Unternehmungszielen 87

4. Der Geltungsbereich der Managerialismustheorie 97

5. Fazit 106

V Erweiterung der Managerialismustheorie: Unternehmenskontrolle und Risiko 108

1. Theoretische Erwägungen 108
2. Empirische Evidenz 112
3. Fazit 114

VI Hypothesen 115

1. Die Trennung des Eigentümers von der Unternehmenskontrolle 115
2. Aus der Wahl des Unternehmungszieles resultierende Hypothesen 118
3. Aus der persönlichen Interessenlage resultierende Hypothese 120
4. Aus der Risikoneigung resultierende Hypothesen 121
5. Hypothese zum Managereinkommen 122
6. Interagierende Variable 123
   - 6.1 Unternehmensgröße 124
   - 6.2 Monopolmacht - Marktanteil 125
   - 6.3 Unternehmenskontext - Konzentration 130
   - 6.4 Fazit 131

Teil B : Empirischer Bericht

VII Empirisches Feld 132

1. Die Beschäftigung mit dem Managerialismus in Deutschland 132
2. Die Aktiengesellschaft als Gegenstand der empirischen Untersuchung 134
   - 2.1 Die Aktiengesellschaft als dominante Rechtsform für Großunternehmen 134
   - 2.2 Die Aktiengesellschaft im Vergleich zur Corporation 137
3. Beschreibung des Datenfeldes 141
   - 3.1 Daten zur Bilanz 142
   - 3.2 Daten zu Kapitalbesitzverhältnissen 143
   - 3.3 Weitere Daten 144
4. Problematik des Datenfeldes 145
   - 4.1 Daten zur Bilanz 145
   - 4.2 Daten zu Kapitalbesitzverhältnissen 147

VIII Operationalisierung der unabhängigen Variablen und statistische Verfahren 149

1. Operationalisierung der unabhängigen Variablen 149

1.1 Unternehmenskontrolle 149

1.1.1 Vorbemerkung 149

1.1.2 Operationalisierung 150

1.2 Unternehmensgröße 154

1.2.1 Alternative Maße 154

1.2.2 Auswahl des Maßes 156

1.3 Marktanteil 158

1.4 Konzentration 159

2. Allgemeine Testansätze und statistische Verfahren 162

2.1 Allgemeine Testansätze 162

2.1.1 Kombination von Jahresquerschnitten (Pooling) 162

2.1.2 Mittelwert-Querschnitt 164

2.2 Statistische Verfahren 165

2.2.1 OLS-Schätzungen 165

2.2.2 GLS-Schätzungen 166

3. Testplan 168

IX Größe, Rendite und Unternehmenskontrolle 169

1. Größe und Unternehmenskontrolle 169

1.1 Stichprobe 169

1.2 Hypothese, Test und Ergebnis 174

1.3 Fazit 176

2. Zwei Konzepte der Rendite 177

3. Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle 179

3.1 Operationalisierung der Eigenkapitalrendite 179

3.2 Stichprobe 182

3.3 Hypothesen, Testansätze und Ergebnisse 183

3.3.1 OLS-Schätzungen 183

3.3.2 GLS-Schätzungen 191

3.4 Fazit 198

4. Marktrendite, Bewertungsrate und Unternehmenskontrolle 199

4.1 Operationalisierung der Marktrendite 199

4.2 Stichprobe 200

4.3 Hypothesen, Testansätze und Ergebnisse 201

X Wachstum und Unternehmenskontrolle 204

1. Operationalisierung des Wachstums 204

2. Stichprobe 205

3. Hypothese, Testansätze und Ergebnisse 206

XI Risiko und Unternehmenskontrolle 214

1. Operationalisierung des Risikos 214

2. Stichprobe 218

3. Hypothesen, Testansätze und Ergebnisse 218

4. Exkurs: Rendite und Risiko 225

XII Managereinkommen und Unternehmenskontrolle 230

1. Vorbemerkung 230

2. Operationalisierung des Managereinkommens 230

3. Stichprobe 232

4. Hypothesen, Testansätze und Ergebnisse 233

XIII Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse 238

1. Einzelergebnisse 238

2. Fazit 245

Abkürzungsverzeichnis der verwendeten Zeitschriften 247

Literaturverzeichnis 248

Übersichtenverzeichnis 271

Abbildungsverzeichnis 272

Tabellenverzeichnis 273

Häufig benutzte Symbole in Abschnitt III 275

Häufig benutzte Symbole in Teil B 276

Teil A: Theorie und bisheriger Stand

I Problem und Zielsetzung

Bis heute gibt es nahezu keinen Beitrag zu diesem Thema, der nicht mit einem Verweis auf Berle und Means (1932) beginnt, die in ihrem Buch "The Modern Corporation and Private Property" den Grundstein zu einer managerorientierten Theorie der Unternehmung gelegt haben, indem sie einerseits auf die unterschiedliche Interessenlage von Managern gegenüber Eigentümern hinweisen und andererseits nachweisen, daß bereits 1929 ein erheblicher Teil der grossen amerikanischen Industriefirmen nicht mehr von ihren Eigentümern geleitet oder geführt werden, sondern von Managern, die relativ unabhängig ihre Macht ausüben können.

Wenn man den Ausführungen dieser Autoren folgt, so muß man die klassische Annahme, daß Unternehmen (bzw. ihre Leiter) ihren Gewinn maximieren in Frage stellen und nach Alternativen suchen, die - ähnlich generalisierend - mit den Interessen von Managern in Einklang stehen (können). Eine Antwort hierauf hat Baumol (1967) gegeben,indem er der Unternehmensführung unterstellt, daß sie den Umsatz maximiert, während der Gewinn nur eine Restriktion darstellt, die erfüllt werden muß, um den Ansprüchen der Eigentümer zu genügen. Einen weiteren Ansatz hat Marris (1964) entworfen, indem er in seinem Grundmodell die Annahme gesetzt hat, daß die Manager die Wachstumsrate der Unternehmung maximieren unter der Nebenbedingung, daß das Verhältnis des Marktwertes zum Reinvermögen der Unternehmung diejenige minimale Rate nicht unterschreitet, ab der diese Unternehmung von einer anderen übernommen würde. Während Marris der Meinung ist, daß nicht-monetäre Ziele der Manager am ehesten befriedigt werden können, solange eine Firma wächst, sieht Williamson (1964) die Befriedigung dieser Ziele dadurch angezeigt, daß Manager sich Gehälter und Vergütungen

gewähren, die höher als notwendig sind und daß sie sich Stabsabteilungen halten, die größer als notwendig sind. Ferner unterstellt er aber auch, daß die Manager Nutzen ziehen aus dem Teil des bilanzierten Gewinnes, der die Mindestanforderungen der Eigentümer an den Gewinn übersteigt. Demnach enthält die zu maximierende Nutzenfunktion der Manager als Argumente: die Ausgaben für "nichtnotwendige" Vergütungen, die Ausgaben für Stabsabteilungen und den Gewinn. Williamson's Modell hat dabei die gleiche Annahme über die Ansprüche der Eigentümer an die Unternehmensleitung wie das Modell Baumol's; nämlich, daß sie sich mit einem bestimmten Gewinniveau zufrieden geben. Würde dieses Niveau unterschritten, so wäre die Stellung der Manager gefährdet.

Während die bisher skizzierten Autoren mit Hilfe von Modellanalysen überprüfen, wie sich ihr jeweiliges Unternehmen im Vergleich zum klassischen Unternehmen verhält, verzichten Monsen und Downs (1965) auf eine solche formale Analyse, liefern aber insgesamt eine Theorie, die im Ansatz sehr ähnlich derjenigen von Williamson (1964) ist. Ihre entscheidende Prämisse besagt, daß Manager ihr Selbstinteresse verfolgen; was sich darin konkretisiert, daß sie ihr Lebenseinkommen maximieren, wobei der Begriff Einkommen allerdings soweit gefaßt ist, daß er auch nichtmonetäre Elemente wie Freizeit, Prestige und Macht enthält (Monsen und Downs, 1965, S.227). Auch bei Monsen und Downs können die Eigentümer nicht anders agieren als sich mit einem üblichen Gewinn zufriedenzugeben.
Als Fazit dieser Erörterungen bleibt festzuhalten, daß (1) man von einer managerorientierten Theorie der Unternehmung sprechen kann, die als Alternative zur klassischen Theorie der Unternehmung gelten kann und daß (2) aus den verschiedenen Theorieansätzen - unabhängig von ihren speziellen Verhaltensannahmen und daraus folgenden speziellen Verhaltensweisen - eine Kernhypothese vorab abgeleitet

werden kann: nämlich, daß eine Unternehmung, die von Managern geführt wird c.p. weniger profitabel ist (spezieller: eine geringere Eigenkapitalrendite aufweist) als eine Unternehmung, die von Eigentümern geleitet wird.
Die Überprüfung dieser Kernhypothese steht im Mittelpunkt einer Reihe von empirischen Studien, die für die Wirtschaftsgebiete USA und Großbritannien unternommen wurden.
Ziel dieser Arbeit ist ebenfalls die empirische Überprüfung dieser Kernhypothese, allerdings für das Wirtschaftsgebiet Bundesrepublik Deutschland. Darüberhinaus werden weitere Hypothesen, die aus dem Gegensatz zwischen der klassischen Unternehmenstheorie und der managerіellen Unternehmenstheorie abgeleitet werden können, überprüft.

Zuvor geben wir einen Bericht über die Ergebnisse bisheriger empirischer Studien zur Kernhypothese ; danach stellen wir einen Überblick über wichtige Ansätze der managerіellen Theorie zusammen, in dem neben der Kernhypothese weitere grundlegende Hypothesen herausgearbeitet werden. Einschränkungen zur managerіellen Theorie und eine Zusammenfassung der Hypothesen beschliessen den Teil A.
Teil B ist ganz der empirischen Überprüfung der abgeleiteten Hypothesen für das Wirtschaftsgebiet Bundesrepublik Deutschland gewidmet, wobei sich die Tests auf börslich notierte Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes beziehen. Abgeschlossen wird dieser Teil mit einer Würdigung der empirischen Befunde.

II Bisherige empirische Studien

1. Überblick

Die Managerialismustheorie bezieht ihre Analyse auf die großen Kapitalgesellschaften der westlichen Industrienationen (z.B. Marris, 1964, S.1), in denen durch wachsende Kapitalanforderungen einzelne Unternehmer immer weniger in der Lage sind, ausreichend Eigenkapital zur Verfügung zu stellen, sodaß durch Aufnahme zusätzlichen Eigenkapitals über den Aktienmarkt das Eigenkapital über eine Vielzahl von Aktionären gestreut wird. Dadurch verlieren die Eigentümer die Kontrolle[1] über das Unternehmen, während die Manager die Kontrolle gewinnen.

Die erste empirische Untersuchung im Rahmen des Managerialismus (Berle und Means, 1932, S.94) überprüft, wie groß der Anwendungsbereich der Managerialismustheorie sein kann, indem sie feststellt, wie hoch das Verhältnis manager- kontrollierter Unternehmen zu eigentümerkontrollierten Unternehmen unter den größten amerikanischen Kapitalgesellschaften (1929) ist. Fortgeführt wird diese Arbeit durch Larner (1966, 1970) der für die 200 größten amerikanischen Industrieunternehmen feststellt, in welchem Umfang sich in der Zeit von 1929-1963 die Leitungsmacht von den Eigentümern zu den Managern verschoben hat. Dabei benutzt Larner weitgehend die gleiche Methodologie wie Berle und Means (1932) und kommt zu dem Ergebnis, daß von den untersuchten 200 Unternehmen 169 von Managern kontrolliert sind.[2] Er kommentiert sein Ergebnis: "... it would appear that Berle and Means in 1929 were observing a "managerial revolution" in process. Now, 30 years later, that revolution seems close to complete, at least within the range of the 200 largest nonfinancial corporations." (Larner, 1966, S.786-787) Ein solches Ergebnis ist allerdings davon abhänig, wie gut die gewählte Operationalisierung den unterstellten Sachverhalt mißt. So kommt Burch (1972, S.68-69) unter Verwendung einer anderen Operationalisierung zu dem Ergebnis,

---

1) Den Begriff Kontrolle verwenden wir in dieser Arbeit entsprechend dem amerikanischen Begriff Control; wir verstehen also unter Kontrolle nicht nur Überwachung und Prüfung, sondern auch Leitung und Macht.

2) Im Jahr 1929 waren es rund 88 der 200 größten nichtfinanziellen US-Unternehmen, die als managerkontrolliert klassifiziert werden konnten.

daß von den 200 größten Unternehmen lediglich 86 von Managern kontrolliert werden, während immerhin 79 von Eigentümern kontrolliert werden und 35 in eine Mischgruppe fallen. Ohne hier in eine Diskussion über die Operationalisierungskonzepte dieser beiden Studien einzutreten [1] bleibt festzuhalten, daß es offenbar genügend ökonomisch bedeutsame Fälle gibt, für die die managerorientierte Theorie der Unternehmung die Erklärung beansprucht. Eine Überprüfung dieser Theorie ist indes noch nicht erreicht durch die reine Feststellung, daß ein großer und evtl. wachsender Anteil von Unternehmen von Managern kontrolliert wird - wie Alessi (1973, S.839, 841) betont -, sondern man muß auch untersuchen, ob sich solche Unternehmen tatsächlich gemäß den von der Theorie abgeleiteten Hypothesen verhalten.

Diesem Problem haben sich seit 1968 eine ganze Reihe von Autoren [2] gewidmet, indem sie vor allem die Kernhypothese getestet haben: ob eigentümerkontrollierte Unternehmen profitabler sind als managerkontrollierte Unternehmen. In der Übersicht II-3[3] sind fünfzehn Untersuchungen, die u.a. diese Hypothese testen aufgeführt und hinsichtlich ihrer Stichprobe, ihrer Methodologie, ihrer Variablen und ihrer Ergebnisse kurz charakterisiert. Von den fünfzehn Untersuchungen beziehen sich zwölf auf das Wirtschaftsgebiet der USA und drei auf Großbritannien. Der insgesamt betrachtete Zeitraum reicht von 1930 (Hindley, 1970) bis 1972 (Kania und McKean, 1976) mit einem Schwergewicht für die Jahre von 1956 bis 1967; die Anzahl der jeweils untersuchten Unternehmen variiert von 43 bis 500, wobei diese Unternehmen zu den industriellen Kapitalgesellschaften

---

1) Vgl. Abschnitt IV-4.

2) In chronologischer Reihenfolge: Kamerschen (1968), Monsen u.a. (1968), Hindley (1970), Larner (1970), Radice (1971), Elliott (1972), Boudreaux (1973), Child (1973), Palmer (1973a), Sorensen (1974), Holl (1975), McEachern (1975), Ware (1975), Kania u.McKean (1976), Qualls (1976); ferner Jorgensen (1972) und Karst (1972) die bei McEachern (1975) besprochen werden.

3) Am Ende des Abschnitts II.

gehören. Obwohl hier Zeiträume bis zu 18 Jahren (Sorensen, 1974) als Datengrundlage dienen, sind die Untersuchungen sämtlich Querschnittsanalysen. Dies ist vornehmlich darin begründet, daß sich die Unternehmenskontrollvariable in Abhängigkeit von der Zeit nur schwach verändert. Als Folge davon verdichten die Autoren die jährlich veränderlichen Daten in der Regel durch Mittelwertbildung zu einem Datum; was den positiven Zusatzeffekt haben soll, daß die verwendeten Daten aus den Geschäftsberichten der Unternehmen besser vergleichbar werden [1]. Die vorwiegend benutzte statistische Analyse ist die Varianzanalyse, eine Methode, die sich anbietet, wenn die unabhängigen Variablen durch Klassenbildung gemessen werden.

Doch nun zum Test: als abhängige Variable benutzen nahezu alle Autoren die Eigenkapitalrendite, wobei sie unterstellen, daß diese gerade die entscheidende Erfolgsgröße für Eigentümer ist. Als unabhängige Variable tritt eine Variable hinzu, die messen soll, wie stark die Interessen der Eigentümer im Unternehmen tatsächlich vertreten sind. Diese wird in Ermangelung besserer Informationen in der Regel als dichotome Variable gemessen, u.z. mit den Ausprägungen: eigentümerkontrollierte Unternehmen und managerkontrollierte Unternehmen. Wenn es nun richtig ist, daß Eigentümer die Eigenkapitalrendite maximieren (und Manager nicht), dann müßte die Gruppe von Unternehmen, in der die Eigentümer einen höheren Einfluß haben, ebenso eine höhere Eigenkapitalrendite aufweisen als diejenige, in der die Manager relativ unabhängig ihre Macht ausüben können; vorausgesetzt, daß die Abbildung des Eigentümereinflusses ohne systematische Meßfehler gelingt und daß es sonst keine Einflußgrößen gibt, die den Zusammenhang zwischen Kontrolltyp und Eigenkapitalrendite systematisch stören.

---

1) Vgl. hierzu Abschnitt VIII-2.

Nun ist aber bekannt, daß der Kontrolltyp einer Unternehmung nicht die einzige Einflußgröße auf die Rendite einer Unternehmung ist; auf die Rendite wirken ebenfalls: die Größe einer Unternehmung, die Wettbewerbsverhältnisse auf ihren Beschaffungs - und Absatzmärkten, ihre Marktstellung auf diesen Märkten, ihre interne Organisation, ihre Leistung in der Forschung und Entwicklung bis hin zur Produkteinführung, produktionstechnologisches Wissen, ihre Kapitalausstattung, die Qualität des Managements, usw. . Und gerade in empirischen Untersuchungen hat z.B. die Überprüfung des Zusammenhanges zwischen Größe der Unternehmung und ihrem Erfolg eine lange Tradition[1].

Will man nun den Zusammenhang zwischen Unternehmenskontrolle und Eigenkapitalrentabilität prüfen, so wird man zweckmäßigerweise nur solche Unternehmen miteinander vergleichen, die für alle Einflußgrößen auf die Eigenkapitalrendite gleiche Ausprägungen haben und nur im Kontrolltyp verschieden sind. Die Auswahl der konkreten Unternehmen schließlich erfolgt mit Hilfe eines Zufallsmechanismus nach einem klaren Stichprobenplan. Leider jedoch gibt die Realität dem Empiriker nicht die Chance, einen solchen klaren und überschaubaren Test durchzuführen; denn es gibt einfach zu wenig Realisationen, d.h. große Unternehmen , die eine solche Vorgehensweise erlauben würden. Deshalb muß man bei der Spezifikation des Testansatzes darauf achten, daß neben der interessierenden unabhängigen Variablen auch diejenigen berücksichtigt werden, die nach a priori Kenntnissen mit ihr in einer Interaktion stehen, damit keine voreiligen Schlüsse gezogen werden. In den bisherigen Studien wurde dies dadurch berücksichtigt, daß vor allem zwei Variablen neben der Kontrollvariablen in den Ansätzen berücksichtigt werden: zum einen die Größe

---

1) Vgl. z.B. : Hall und Weiss (1967) und Smyth u.a. (1975, S.48-59) und die dort angegebene Literatur

des Unternehmens von der erwartet werden muß, daß eine Interaktion mit der Kontrollvariablen existiert, denn es sind vermutlich die grösseren Unternehmen,die eher manager-kontrolliert sind; zum anderen eine Variable, die alle äußeren Bedingungen eines Unternehmens auffangen und damit gleichhalten soll: durch die Einführung einer Industrie-klassifikation versucht man in der Regel dieses zu erreichen, wobei man annimmt, daß die äußeren Bedingungen innerhalb einer Industrie für alle Unternehmen dieser Industrie gleich sind oder doch wesentlich ähnlicher als für Firmen aus unterschiedlichen Industrien.

Doch nun zum Überblick über die Ergebnisse der bisherigen Studien zum Zusammenhang zwischen Kontrolle und Erfolg und der Problematik ihrer Interpretation. Von den fünfzehn der in der Übersicht II-1 [1)] aufgeführten Untersuchungen finden sechs den Zusammenhang statistisch signifikant bestätigt, eine weitere findet zwar einen insignifikanten Zusammenhang, aber das Vorzeichen in der richtigen Richtung. Von den verbleibenden 8 findet 1 uneinheitliche Ergebnisse, je nachdem welche Industrie oder welcher Erfolgsindikator betrachtet wird, während 6 die Hypothese, daß ein Zusammenhang zwischen Erfolg und Kontrolle existiert, ablehnen.

Übersicht II-1: Befunde zum Zusammenhang Erfolg und Unternehmenskontrolle

Hypothese gestützt	uneinheitlich	Hypothese nicht gestützt
Monsen u.a.(1968) Larner (1970) Hindley (1970) Radice (1971) Palmer (1973a) Boudreaux (1973) McEachern (1975)	Child (1973)	Kamerschen (1968) Elliott (1972) Sorensen (1974) Holl (1975) Ware (1975) Qualls (1976) Kania u. McKean (1976)

1) Vgl. auch Übersicht II-3 am Ende des Abschnitts II.

Ware(1975) schließlich findet, daß der Zusammenhang zwischen Kontrolle und Erfolg existiert, aber gerade umgekehrt, wie von der Theorie behauptet: hier sind managerkontrollierte Unternehmen profitabler als eigentümerkontrollierte. Neben diesen objektiven Befunden, die in Übersicht II-1 zusammengefaßt sind, ist es für die Bewertung der bisherigen Ergebnisse eine Hilfe zu wissen, welche Bedeutung die einzelnen Autoren selbst ihren Ergebnissen im Verhältnis zur Theorie beimessen. So sind es vier Autoren, die der Trennung von Eigentum und Kontrolle erhebliche Verhaltensrelevanz beimessen, während drei weitere Untersuchungen fordern oder keinen Kommentar abgeben. Die übrigen billigen der Trennung von Eigentum und Kontrolle nur geringe oder keine Bedeutung zu. (Vgl. Übersicht II-2)

Übersicht II-2: Welche Bedeutung messen die Autoren der Verhaltensrelevanz der Trennung von Eigentum und Kontrolle im Lichte ihrer eigenen Ergebnisse bei?

erhebliche Bedeutung	geringe oder keine Bedeutung	weitere Untersuchungen gefordert/kein Kommentar
Monsen u.a. (1968)	Kamerschen (1968)	Hindley (1970)
Palmer (1973a)	Larner (1970)	Child (1973)
Boudreaux (1973)	Radice (1971)	Holl (1975)
McEachern (1975)	Elliott (1972)	
	Sorensen (1974)	
	Ware (1975)	
	Kania u.McKean(1976)	
	Qualls (1976)	

Vergleicht man Übersicht II-2 und Übersicht II-1 miteinander, so kann man leicht feststellen, daß keineswegs eine eindeutige Beziehung besteht zwischen den objektiven Befunden in den einzelnen Studien und der Bedeutung, die diesen Befunden

von den Autoren jeweils zugemessen werden. Am deutlichsten ist dies bei Larner (1970, S.25-32) zu sehen, der einerseits einen signifikanten Zusammenhang zwischen der Eigenkapitalrendite und der Kontrollvariablen nachweist, diesen Befund jedoch für unbedeutend hält, weil die Renditedifferenz von den eigentümerkontrollierten zu den managerkontrollierten Unternehmen "nur" ein halbes Prozent beträgt. Hier wird die subjektive Komponente bei der Beurteilung von empirischen Ergebnissen deutlich.

Um von diesem Überblick zu einer stärkeren Aussage zu kommen, inwieweit die Thesen der Managerialismustheorie empirisch gestützt sind, wäre es notwendig alle diese empirischen Studien im Detail darzustellen und zu kommentieren. Dies würde jedoch den Rahmen dieser Arbeit sprengen, denn im Vordergrund steht hier die empirische Überprüfung einiger Thesen der Managerialismustheorie im Wirtschaftsgebiet Bundesrepublik Deutschland. Dennoch soll durch die beispielhafte Detailanalyse dreier Studien - Palmer (1973a), Kania und McKean (1976), McEachern (1975) - überprüft werden, ob es bereits einen "überlegenen" empirischen Ansatz gibt, der die Vorgehensweise in dieser Arbeit vorschreiben kann. Diese drei exemplarischen Studien haben wir aus folgenden Gründen ausgewählt:

- Palmer (1973a), weil sie die größte Anzahl an Unternehmen untersucht und einen wichtigen Ansatz (Monopolmachtinteraktion) beinhaltet;
- Kania u. McKean (1976), weil sie die größte Anzahl an Erfolgsindikatoren berücksichtigt und mit der Studie von Qualls (1976) zu den neuesten zählt;
- McEachern (1975), weil in ihr als wichtigem Erfolgsindikator anstelle der Eigenkapitalrendite die Marktrendite verwendet wird und - was später noch von Bedeutung ist (vgl. Kapitel V) - in ihr eine andere Operationalisierung des Risikos im Vordergrund steht.

2. Einzelanalysen

2.1 Die Studie von Palmer [1)]

Palmer legt in Bezug auf die Anzahl der untersuchten Unternehmen die umfangreichste Studie vor: seine Stichprobe enthält die 500 größten Industrieunternehmen der USA, gemessen am Umsatz wie sie von der Wirtschaftszeitung Fortune für 1965 ausgewiesen sind. Für diese bildet er eine abhängige Variable und drei unabhängige. Die abhängige ist die durchschnittliche Eigenkapitalrendite, die einmal für die Jahre 1961-1965 und einmal für 1966-1969 errechnet wird. Als unabhängige Variable nimmt er: eine Unternehmenskontrollvariable, um die Einflußstärke der Eigentümer zu messen; eine Größenvariable, um den vermuteten Einfluß der Größe aufzufangen und ihren möglichen Interaktionseffekt mit der Kontrolle aufzudecken; eine Monopolmachtvariable, die ebenso wie die Größe vermutlich einen Einfluß auf die Rendite hat wie auch aus theoretischen Erwägungen eine Interaktion mit der Unternehmenskontrolle aufweisen kann. Bevor wir die Operationalisierung dieser Variablen von Palmer (1973a) beschreiben, ist es notwendig, ganz kurz auf die theoretischen Grundlagen dieser Variablen einzugehen und auf die vermutete Interaktion ihrer Einflüsse. Kontrolle und Größe stehen in einem engen Zusammenhang, da es wahrscheinlich ist, daß ein einzelner Eigentümer immer weniger in der Lage ist, eine Unternehmung mit ausreichend Eigenkapital zu versorgen, je größer diese Unternehmung wird. Dies war ja auch ein Grund dafür, Kapitalgesellschaften zu etablieren Berücksichtigt man in einem Test somit nicht die Größe einer Unternehmung explizit, so kann es auftreten, daß die Gruppe der eigentümerkontrollierten Unternehmen im Durchschnitt wesentlich kleinere Unternehmen als die managerkontrollierte Gruppe enthält; und man mißt möglicherweise den Effekt der Größe - sofern gerade dieser

---

1) Vgl. Palmer (1973a, S.293-303).

bedeutsam wirkt - und rechnet ihn fälschlicherweise dem Einfluß der Kontrollvariablen zu.

Ein weiterer Zusammenhang mag zwischen Monopolmacht und Unternehmenskontrolle existieren, wie Palmer (1973a) stark betont. Er ist der Auffassung, daß sich der Einfluß der Kontrollvariablen auf den Unternehmenserfolg nur dann auswirken kann, wenn die betrachtete Unternehmung gleichzeitig erhebliche Monopolmacht besitzt; nur dann nämlich kann es sich die Unternehmensführung leisten, andere Ziele als den Gewinn anzustreben. Hat die Unternehmung dagegen keine nennenswerte Monopolmacht und ist sie somit starkem Wettbewerb ausgesetzt, so bleibt der Unternehmensführung gar keine andere Wahl, als für größtmöglichen Gewinn zu sorgen, will sie verhindern, daß sie aus dem Markt verdrängt wird; eine Konsequenz, die sicherlich für Manager ähnlich große Nachteile mit sich bringt wie für Eigentümer. Demnach ist - sofern auch Größe bedeutsam auf die Profitabilität der Unternehmung wirkt - die generelle These, daß eigentümerkontrollierte Unternehmen profitabler sind als managerkontrollierte wie folgt zu modifizieren: nur unter der Bedingung gleicher Größe und erheblicher Marktmacht sind eigentümerkontrollierte Unternehmen profitabler als managerkontrollierte. Aus diesen Gründen verwendet Palmer (1973a) neben der Unternehmenskontrollvariablen gerade auch eine Größenvariable und eine Monopolmachtvariable. Die Kontrollvariable, die die Einflußstärke der Eigentümer widerspiegelt, operationalisiert er "traditionsgemäß"mit Hilfe der Verteilung des Aktienkapitals unter den Aktionären; dabei bildet er drei Klassen: 1. Starke Eigentümerkontrolle,wenn eine Partei (eine Person, eine Familie oder eine sonst eng zusammengehörende Gruppe) 30 % oder mehr des Aktienkapitals besitzt; 2. Schwache Eigentümerkontrolle, wenn der Anteil einer Partei am Aktienkapital zwischen 10 und 30 % liegt und 3. Managerkontrolle, wenn keine Partei existiert, die 10 oder mehr Prozent besitzt. Die Größenvariable operationalisiert Palmer durch die Bildung von 4 Größenklassen, wobei

in der 1. Größenklasse die 125 umsatzstärksten Unternehmen enthalten sind, in der 2. Klasse diejenigen von Platz 126 bis 250 usw.. Wichtig aber ist die Bildung der Monopolmachtvariablen durch Palmer; hier wählt er nicht ein Maß des aktuellen Konzentrationsgrades, sondern er entscheidet sich für die Messung der Höhe der Markteintrittsschranken, die die Stärke des potentiellen Wettbewerbs widerspiegeln soll. Ferner geht er bei der Bildung seines Maßes firmenorientiert vor, indem er den Umsatz eines Unternehmens prozentual nach Industrien aufschlüsselt; dabei hat er zuvor für 169 Industrien die Höhe ihrer Eintrittsschranken bestimmt und ihnen den Wert 1 zugewiesen, wenn sie sehr hoch waren; den Wert 0.5, wenn sie beträchtlich waren und den Wert 0, wenn sie mäßig oder gering waren. Nun multipliziert er den jeweiligen Prozentsatz mit dem Markteintrittsschrankenwert der betreffenden Industrie und summiert pro Unternehmen über alle Industrien, in denen es tätig ist. Damit erhält er für jedes Unternehmen einen Wert, der zwischen Null und Eins (einschließlich der Grenzen) liegt. Aber auch hier verwendet Palmer (1973a, S.296) dieses Maß nicht unmittelbar, sondern bildet drei Klassen: in die Klasse mit hoher Monopolmacht gibt er die Unternehmen, deren gewichteter Markteintrittsschrankenwert von 1 bis 0.667 reicht; ferner eine Klasse mittlerer Monopolmacht bei einem Wert zwischen 0.667 und 0.333 und schließlich die Klasse mit niedriger Monopolmacht bei einem Wert von 0.333 bis 0. Insgesamt hat Palmer somit einen varianzanalytischen Ansatz mit 36 Zellen vorbereitet (3 Kontrollklassen X 4 Größenklassen X 3 Monopolmachtklassen). Um die Mittelwerte der Eigenkapitalrendite aller (36) Zellen einzeln und gruppiert gegeneinander vergleichen zu können benutzt Palmer die Technik der statistischen Kontraste[1]. Während zwischen den Unternehmenskontrollgruppen

---

1) Vgl. z.B. Wesolowsky (1976, S.167-169).

keine Unterschiede in der Rendite vorhanden sind, wenn innerhalb der Größenklassen getestet wird, ergeben sich die in Tabelle II-1 dargestellten Unterschiede, wenn innerhalb der Monopolmachtklassen getestet wird.

Tabelle II-1: Die Ergebnisse in Palmer's Studie[1)]

Monopolmacht	Kontrolltyp		
	Manager	schwache Eigentümer	starke Eigentümer
Hoch	11.41	14.53	14.77
Mittel	10.26	12.12	9.95
Niedrig	9.89	9.70	10.59

Nach dem Vergleich dieser Gruppenmittelwerte gegeneinander zeigen sich schließlich nur die Unterschiede zwischen der Gruppe "Manager" gegen den Rest und gegen die Gruppe "starke Eigentümer" innerhalb der Klassifikation hohe Monopolmacht signifikant von Null verschieden (auf dem 5%-Niveau). Damit zeigt sich der Ansatz von Palmer, nämlich als interagierende Variable die firmenorientierte Monopolmacht aufzunehmen als relevant.

---

1) Entnommen aus : Palmer (1973a, S.298).

2.2 Die Studie von Kania und McKean [1]

Für 178 US-Unternehmen und einen Zeitraum von 10 Jahren (1963-1972) untersuchen Kania und McKean (1976) den Einfluß des Kontrolltyps des Unternehmens auf insgesamt 32 Erfolgsindikatoren, die zu 7 allgemeinen Erfolgsvariablen gehören. Dabei benutzen sie sowohl die Varianzanalyse (unabhängige Variable: Kontrolltyp, abhängige Variable: jeweils ein Erfolgsindikator) als auch die Kovarianzanalyse (zusätzlich als unabhängige Variable: Größe, gemessen an Umsätzen). Da sie weiterhin jeden Test getrennt für ihre 11 Industrien, auf die sich die 178 Unternehmen aufteilen, laufen lassen, erhalten sie insgesamt 332 varianzanalytische (und 286 kovarianzanalytische) Tests[2] (Kania und McKean, 1976, S.284-286). Bei jedem dieser einzelnen Tests erhalten die Autoren einen Wert für die F-Statistik, an dem überprüft wird, ob der Unterschied in der Ausprägung des Erfolgsindikators zwischen den beiden Unternehmensgruppen (den managerkontrollierten und den eigentümerkontrollierten) statistisch signifikant ist. Von den insgesamt 618 Einzeltests zeigen sich nur 29 mit einer statistisch signifikanten F-Statistik. Angesichts dieses Ergebnisses folgern die Autoren, daß nur eine geringe Stütze für die Annahme besteht, daß Unterschiede zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen existieren sollten (Kania und McKean, 1976, S.287).

---

1) Kania und McKean (1976, S.272-291).

2) Theoretisch wären es jeweils 352 Einzeltests (11 Industrien X 32 Erfolgsindikatoren); die tatsächliche Zahl ist jedoch geringer, weil die Autoren nicht immer alle Daten zu den Unternehmen haben; bei der Kovarianzanalyse ist dieser Mangel spürbarer. Dort verringert sich die Zahl der möglichen Tests auch, weil in einem Fall das Umsatzwachstum selbst Erfolgsindikator ist.

Angeregt durch Palmer (1973a) versuchen sie jetzt zu überprüfen, ob ihr schwaches Ergebnis vielleicht dadurch zustandegekommen ist, daß sie die Monopolmacht der Unternehmen unberücksichtigt gelassen haben. Dazu konstruieren sie folgenden Test. Sie bestimmen in jeder Industrie einen industriebezogenen Marktanteilswert für die Unternehmen ihrer Stichprobe, indem sie deren individuellen Marktanteile aufsummieren und erhalten somit 11 industriebezogene Marktanteilswerte. Diese korrelieren sie mit den bereits errechneten F-Statistiken für 23 (der 32) Erfolgsindikatoren; d.h. sie führen 23 Korrelationen durch für jeweils 11 Wertepaare (Industrie-Marktanteilswert korreliert mit Industrie-F-Statistik für jeweiligen Erfolgsindikator). Dabei gehen sie von der Idee aus, daß der Unterschied im Erfolgsindikator (gemessen durch den numerischen Wert der F-Statistik) zwischen den Unternehmenskontrollgruppen in einer Industrie umso größer ist je höher die "vereinigte Marktmacht" der Stichprobenunternehmen in dieser Industrie ist. Da nur für zwei der 23 Erfolgsindikatoren der Korrelationskoeffizient signifikant von Null verschieden ist, folgern die Autoren, daß die Marktmacht nicht die Entscheidungsfreiheit der Unternehmen begrenzt oder erweitert (Kania u. McKean, S.288-289). An diesem Ansatz ist jedoch Kritik angebracht:
(1) Die Verwendung des numerischen Wertes der F-Statistik als Maß für die Stärke des Unterschiedes zwischen den Kontrollgruppen ist ungeeignet, da die statistische Bedeutung eines gegebenen F-Wertes abhängig ist von der Anzahl der Beobachtungen (bzw.der Freiheitsgrade) aus denen er gegeneriert wird. So repräsentiert ein F-Wert von 5.99 ein Signifikanzniveau von 5 % bei 1;6 Freiheitsgraden[1)], während bei einer größeren Anzahl von Freiheitsgraden von z.B. 1;24 ein F-Wert von 4.26 bereits das Signifikanzniveau von 5 % anzeigt. Gerade so groß ist aber auch die Schwankungsbreite der Freiheitsgrade 1;6 bis 1;24 in den varianzanalytischen Tests (in den kovarianzanalytischen Tests beträgt sie 1;5 bis 1;23) in der Studie von Kania und McKean, da die Anzahl der Beobachtungen pro Industrie entsprechend

---

1) Bei der Varianzanalyse wird eine Prüfstatistik errechnet (hier F-Wert genannt), die F-verteilt ist mit (k-1); (N-k) Freiheitsgraden; wobei k die Anzahl der Gruppen und N die Anzahl der Beobachtungen darstellt. Freiheitsgrade 1;6 bedeutet also, daß dieser Varianzanalyse zwei Gruppen und acht Beobachtungen zugrunde liegen.

schwankt (von 8-26). Somit ist es fehlerhaft die F-Werte verschiedener Industrien zu vergleichen; richtigerweise hätten die Autoren nicht die F-Werte in ihrer Analyse benutzen dürfen, sondern das Signifikanzniveau, in das der F-Wert und die zugehörigen Freiheitsgrade eingehen. Daß diese Kritik nicht nur theoretisch bedeutsam ist, sondern gerade auch bei den tatsächlichen Werten von Kania und McKean zu Fehlern führt, soll an einem Beispiel nachgewiesen werden (Kania und McKean, 1976, S.285). Für ihren Erfolgsindikator "Dividende pro Aktie" weisen sie für die Industrie "Brauereien" einen F-Wert von 2.7462 und für die Industrie "Nahrungsmittelhandel" einen F-Wert von 2.7053 aus; d.h. daß im Test von Kania und McKean der Unterschied zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen beim Indikator "Dividende pro Aktie" bei Brauereien größer interpretiert wird als im Nahrungsmittelhandel. Berücksichtigt man dagegen die Freiheitsgrade (bei Brauereien 1;5 und bei Nahrungsmittelhandel 1;23) und errechnet das Signifikanzniveau, so erhält man für Brauereien ein Niveau von 16 % und für Nahrungsmittelhandel von rund 11%; was bedeutet, daß der Unterschied in der Industrie "Nahrungsmittelhandel" stärker ausgeprägt ist. Solche Fehler haben möglicherweise Folgen für die anschließend verwendete Korrelationsanalyse (insbesondere bei nur 11 Wertepaaren).

(2) Die Operationalisierung des Marktanteilsmaßes ist ungeeignet.
Es ist notwendig, einen firmenorientierten Ansatz zu wählen, um zu erreichen, daß Unternehmen gleicher Marktstärke und verschiedenen Kontrolltyps miteinander verglichen werden. Bei Kania und McKean (1976, S.288) wird jedoch ein Marktanteil pro Industrie errechnet aus der Summe der Marktanteile der Unternehmen, die sie gerade -

zufällig - in ihrer Stichprobe haben; also ein industrieorientierter Ansatz.

Darüberhinaus treten folgende Fehlerquellen auf:
- In den unterschiedlichen Industrien haben die Autoren unterschiedliche Anzahlen von Unternehmen (Schwankungsbreite 8-26); dies führt dazu, daß ihr Marktanteilsmaß c.p. umso höher ist je mehr Firmen einer Industrie sie in ihrer Stichprobe haben; d.h. hoher Marktanteil bzw. starke dominierende Stellung der Unternehmen mit z.B. 78 % wird sowohl angezeigt bei 26 Unternehmen mit je 3 % wie auch bei 6 Unternehmen mit je 13 %.
- Die von den Autoren benutzten Industrien sind unterschiedlich groß im Hinblick auf den Industrieumsatz. Damit ist ihr verwendetes Marktanteilsmaß c.p. umso kleiner je größer die betrachtete Industrie ist.

Mit der vorstehenden Kritik ist wohl nachgewiesen, daß Kania und McKean (1976) den Palmer-Ansatz nicht geeignet überprüft haben. Neben diesem Marktmachtansatz haben die Autoren jedoch zwei weitere Tests durchgeführt, in denen sie überprüfen wollen, welche Rolle die aktuellen Wettbewerbsverhältnisse in den verschiedenen Industrien im Hinblick auf ihre Ergebnisse gespielt haben. Die Idee hierbei ist, daß der Unterschied in den Erfolgsindikatoren zwischen den beiden Unternehmenskontrolltypen umso stärker ausgeprägt ist, je schwächer der Wettbewerb in den betrachteten Industrien ist. Die Schwäche des Wettbewerbs operationalisieren sie hierbei alternativ mit der Konzentrationsrate für die vier größten Unternehmen (KZ_4) und die acht größten (KZ_8) [1]; d.h. je höher das Maß der KZ_4 oder KZ_8 umso schwächer der Wettbewerb und damit umso größer die Chance dieser Industrie Monopolrenten im Vergleich zu

---

1) KZ_4 und KZ_8 sind die gebräuchlichsten Konzentrationsraten, wenn man die Konzentration einer Industrie angeben will; es werden aber auch andere benutzt z.B. KZ_{10}, KZ_{20}. Allgemein errechnet man die KZ_i als Summe der Marktanteile (normalerweise gemessen am Umsatz) der i-größten Unternehmen; Variationsbreite: $0 < KZ_i < 100$ Prozent.

stark wettbewerblichen Industrien abzuschöpfen. Auch bei diesem Ansatz, in dem Kania und McKean (1976, S.287) die Konzentrationsraten (KZ_4 und KZ_8) der Industrien mit den vorher errechneten Werten der F-Statistik korrelieren, erhalten die Autoren von den 46 Korrelationskoeffizienten (2 Konzentrationsraten x 23 Erfolgsindikatoren = 46 Tests) nur einen auf dem 10%-Niveau signifikant. Daraus schliessen sie, daß die Wettbewerbsverhältnisse in den Industrien keinen Einfluß auf die Ergebnisse haben bzw. die Entscheidungsfreiheit der Unternehmen nicht begrenzen (Kania und McKean, 1976, S.287-289). Aber auch diese beiden Tests sind der Kritik ausgesetzt.

(1) Zunächst gilt gegen diese beiden Ansätze der Kritikpunkt (1), wie er gegen den "Marktmacht"-Test bereits angeführt wurde. Es ist offen, ob bei Ausräumung dieses Kritikpunktes die Ergebnisse dieser beiden Tests ebenso schwach ausgefallen wären. Dagegen entfällt hier die Kritik an der Operationalisierung; an ihre Stelle tritt eine andere.

(2) Die empirische Überprüfung der Hypothese, daß das Niveau der Rendite in einer Industrie umso höher liegt je schwächer der Wettbewerb ist (bzw. je höher die Konzentration) hat für das Wirtschaftsgebiet der USA eine lange Tradition [1]. In diesen Untersuchungen blieb i.a. der Zusammenhang zwischen der Konzentrationsrate und dem Gewinn (Renditeniveau) relativ schwach, was schließlich zu der Überlegun führte, ob es eine kritische Schwelle für die Konzentrationsrate gibt, ab der man Gewinnunterschiede zu erwarten hat. Nach den Ergebnissen von Meehan und Duchesneau (1973) kann man diese Frage positiv beantworten. Sie kommen zu dem Ergebnis, daß für die KZ_8 die

---

1) Vgl. den Übersichtsbeitrag von Weiss (1971); ferner Meehan und Duchesneau (1973), Smyth u.a. (1975, S.38-59), Gort und Singamsetti (1976).

kritische Schwelle bei 70 % liegt ; d.h. vergleicht man Industrien mit einer KZ_8 von 70 % und mehr mit den übrigen, so lässt sich für die erste Gruppe ein höheres Gewinniveau (Renditeniveau) nachweisen. Kania und McKean (1976, S.287) haben jedoch in ihrer Untersuchung Industrien bei denen die KZ_8 von 27 % bis 69 % variiert mit einem Durchschnitt von 40 % und einer Standardabweichung von 15 %. Damit haben sie keine Industrie in ihrer Stichprobe, die man nach den o.g. Argumenten zu den hochkonzentrierten rechnen kann. Daher kann man kaum erwarten, daß die KZ_8 als kontinuierliches Maß verwendet im Bereich von 27% bis 69 % die Industrien gemäß ihrem Erfolg differenziert. Die gleiche Kritik trifft ebenfalls die KZ_4, denn bei ihr ist der Nachweis einer kritischen Schwelle, die bei 55 % liegt, schwächer belegt (Meehan und Duchesneau, 1973, S.29-30) und bei Kania und McKean (1976) reicht zwar die KZ_4 von 17 % bis 61 %, aber mit einem Mittel von nur 29,9 % und einer Standardabweichung von 14 %.

2.3 Die Studie von McEachern [1)]

Die Studie von McEachern wird hier kurz diskutiert, weil in ihr bei der Überprüfung der Hypothese zum Unternehmenserfolg anstelle der Erfolgsvariablen Eigenkapitalrendite die Rendite gewählt wird, die dem Aktionär zufällt: dies ist bei McEachern (1975, S.90) diejenige Rendite, die eine Aktie eines Unternehmens seiner Stichprobe erbringt, unter der Annahme, daß sie zu Anfang des Untersuchungszeitraumes (1963) erworben und zu Ende dieses Zeitraumes (1972) verkauft wird, wobei die Dividenden während des Zeitraumes reinvestiert werden. McEachern's Daten beziehen sich also auf den Zeitraum 1963-1972 (Mittelwertbildung). In dem zu diskutierenden Test hat er eine Beobachtungszahl von N=48, die sich gleichmäßig auf 3 Industrien aufteilt. Er findet in seinem Test einen signifikanten Unterschied im Hinblick auf seine Erfolgsvariable zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen entsprechend seiner Erwartung, daß managerkontrollierte Unternehmen eine niedrigere Rendite für den Aktionär erwirtschaften als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

Dieser Befund McEachern's ist überraschend, da er in seinem Test Palmer's Konzeption nur insofern berücksichtigt, daß er seine Untersuchung auf 3 Industrien beschränkt, in denen mittlere bis hohe Markteintrittsschranken existieren: Chemie und Erdölweiterverarbeitung mit mittleren Markteintrittsschranken und Pharma mit hohen. Dabei unterstellt McEachern (1975, S.72), daß die Unternehmen dieser Industrien Monopolmacht haben, die ihnen die Chance zu Überrenditen ermöglicht. Da dieser Ansatz industrieorientiert

---

1) Vgl. : McEachern (1975, S.89-93).

ist und nicht firmenorientiert, gilt teilweise auch die Kritik, die bereits an der Studie von Kania und McKean (1976) vorgebracht wurde.[1] Wichtiger ist jedoch, daß die Auswahl der Industrien nach den Markteintrittsschranken nicht in Einklang mit den Ergebnissen steht, wie sie in Studien über den Zusammenhang zwischen Unternehmenserfolg und Höhe der Markteintrittsschranken vorgelegt wurden. Dort ist nämlich ein klarer Unterschied in der durchschnittlichen Profitabilität der Industrien nur zwischen jenen mit hohen Markteintrittsschranken gegenüber den beiden übrigen Gruppen nachgewiesen.[2] M.a.W. die Auswahl der Industrien von McEachern (1975, S.72) ist im Hinblick auf die vermutete Monopolmacht nur für die Pharmaindustrie schlüssig.

3. Fazit

Am Ende der Diskussion bisheriger empirischer Studien ist festzuhalten:
(1) Palmer's Studie (1973a) ist im Hinblick auf den Umfang und die Konzeption diejenige, die am stärksten auffällt. Nach seinen Ergebnissen scheint ein Unterschied im Unternehmenserfolg zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen nur dort aufzutreten, wo die Unternehmen erhebliche Monopolmacht besitzen. Dieses Ergebnis ist auch nicht durch die Befunde von Kania und McKean (1976) wegen der dort vorhandenen Mängel widerlegt.
Jedoch kann Qualls (1976, S.89-104) in seiner Replikation von Palmer's Ansatz, in der er u.a. die Variablen Palmer's benutzt und 205 der 500 Unternehmen Palmer's erneut untersucht, die Ergebnisse Palmer's (1973a) nicht bestätigen.

---

1) Vgl. Abschnitt II-2.2 .

2) Bain (1951), Mann (1966, insb. S.299-300), Meehan und Duchesneau (1973), Duchesneau (1974); aber auch Qualls (1976) und Abschnitt VI-6.2 .

Qualls führt vielmehr die Profitabilitätsunterschiede zwischen den Unternehmen ausschließlich auf die Monopolmacht der Unternehmen (unternehmensspezifische Höhe der Markteintrittsschranken und unternehmensspezifische Höhe der Konzentrationsrate) zurück, während die Unternehmenskontrollvariable keinen signifikanten Beitrag liefert. Andererseits zeigt McEachern (1975) - wenn auch mit einer anderen Operationalisierung der Erfolgsvariablen - bedeutsame Unterschiede im Erfolg zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen.

(2) Daher können wir weder im Hinblick auf die drei Studien, die im Detail analysiert wurden, noch unter Berücksichtigung der fünfzehn Studien in Übersicht II-3 schliessen, daß ein Ansatz als überlegen herausgestellt werden könnte. Die Ergebnisse der Studien sind sowohl für das Wirtschaftsgebiet der USA als auch für das von Großbritannien uneinheitlich, sodaß die Frage offen bleiben muß, in welchem Ausmaß die Thesen der Managerialismustheorie dort relevant sind.[1)]

---

1) Vgl. Übersicht II-3 und zur Diskussion dieser Frage z.B.: Kamerschen und Paul (1971), Palmer (1974a), McEachern (1976b), Ware (1976).

Übersicht II-3 : Fünfzehn Untersuchungen zum Einfluß der Unternehmenskontrolle auf die Rendite

Untersuchung	Stichprobe/stat.Methoden	abhängige Variable	unabhängige Variable	Ergebnis
Monsen (1968)	USA 72 Unternehmen 12 Jahre (1952-1963) Selektierte Auswahl in 12 Industrien Kovarianzanalyse	Eigenkapitalrendite	Unternehmenskontrolle Industrie Größe (Umsatz) Jahr	Eigenkapitalrendite in allen Modellen größer bei eigentümerkontrollierten Unternehmen; signifikant
Kamerschen (1968)	USA 192 Unternehmen 6 Jahre (1959-1964) Auswahl nach Verfügbarkeit der Daten Multiple Korrelationsanalyse	Eigenkapitalrendite	Unternehmenskontrolle Veränderung der Unternehmenskontrolle Industriekonzentration Industrie-Markteintrittsschranken Jährliches Industriewachstum Wachstumsrate Größe (Umsatz,Gesamtkapital, Eigenkapital) Änderung der Größenklasse	Kein signifikanter Zusammenhang zwischen Unternehmenskontrolle und Eigenkapitalrendite
Larner (1970)	USA 187 Unternehmen 7 Jahre (1956-1962) Auswahl nach Verfügbarkeit der Daten Multiple Regression	Eigenkapitalrendite	Unternehmenskontrolle Größe (1/log Gesamtkapital) Industriekonzentration Jahr Verschuldungsrate Jährliche Produktionsindexveränderung	Signifikanter Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle
Hindley (1970)	USA 43 Unternehmen 3 Jahre (1930,1935,1940) Auswahl nach Verfügbarkeit der Daten Multiple Regression	Bewertungsrate	Unternehmenskontrolle (Prozentsatz der Summe der 20 größten Aktienpakete) Industrie	Unternehmenskontrolle zeigt das richtige Vorzeichen, nicht signifikant

Untersuchung	Stichprobe/stat.Methoden	abhängige Variable	unabhängige Variable	Ergebnis
Radice (1971)	England 68 Unternehmen 11 Jahre (1957-1967) Auswahl nach Verfügbarkeit der Daten Multiple Regression	Eigenkapitalrendite	Unternehmenskontrolle Größe (Eigenkapital) Industrie Durchschnittliche Wachstumsrate(Eigenkapital)	Signifikanter Zusammenhang zwischen Rentabilität und Unternehmenskontrolle
Elliott (1972)	USA 88 Unternehmen 4 Jahre (1964-1967) Selektive Auswahl Varianzanalyse	Eigenkapitalrendite	Unternehmenskontrolle Größenklasse Wachstumsklasse	Kein Unterschied zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen
Child (1973)	England 82 Unternehmen 5 Jahre (1965-1969) Auswahl nach Verfügbarkeit der Daten Korrelationsanalyse	Eigenkapitalrendite	Unternehmenskontrolle Industrie	Kein einheitliches Bild: unterschiedlich in den Industrien
Boudreaux (1973)	USA 72 Unternehmen 12 Jahre (1952-1963) (wie Monsen u.a.(1968)) Kovarianzanalyse	Eigenkapitalrendite	Unternehmenskontrolle Industrie Größe (Umsatz) Risiko (Standardabweichung der Eigenkapitalrendite)	Managerkontrollierte Unternehmen haben geringere Eigenkapitalrenditen als eigentümerkontrollierte; signifikanter Befund
Palmer (1973a)	USA 500 Unternehmen 9 Jahre (1961-1969) Auswahl: die 500 größten Unternehmen Varianzanalyse	Eigenkapitalrendite	Unternehmenskontrolle Größenklasse Monopolmachtklasse	Eigentümerkontrollierte Unternehmen sind nur in der Klasse der Unternehmen mit hoher Monopolmacht rentabler als managerkontrollierte; signifikanter Befund

Übersicht II-3

Untersuchung	Stichprobe/stat.Methoden	abhängige Variable	unabhängige Variable	Ergebnis
Sorensen (1974)	USA 60 Unternehmen 18 Jahre (1948-1966) Selektive Auswahl Varianzanalyse	Eigenkapitalrendite	Unternehmenskontrolle Industrie Unternehmen	Keine Stütze der managerriellen These - in 11 von 12 Industrien kein signifikanter Unterschied (in einer Industrie haben managerkontrollierte Unternehmen eine höhere Eigenkapitalrendite)
Holl (1975)	England 183 Unternehmen 13 Jahre (1948-1960) Auswahl nach Verfügbarkeit der Daten Diskriminanzanalyse	In die Diskriminanzfunktion gehen folgende Variablen ein:	Eigenkapitalrendite Wachstumsrate(Eigenkapital) Varianz der Eigenkapitalrendite Schiefe der Eigenkapitalrendite Auszahlungsrate Größe (Eigenkapital)	Kein Unterschied zwischen eigentümer- und managerkontrollierten Unternehmen
Ware (1975)	USA 74 Unternehmen (aus einer Industrie) 11 Jahre (1960-1970) Selektive Auswahl Kovarianzanalyse	Eigenkapitalrendite	Unternehmenskontrolle Größe (Gesamtkapital) Teilindustrie	Findet das Gegenteil der Hypothese : managerkontrollierte Unternehmen sind rentabler als eigentümerkontrollierte; signifikanter Befund
McEachern (1975)	USA 48 Unternehmen 10 Jahre (1963-1972) Selektive Auswahl Multiple Regression	Marktrendite	Unternehmenskontrolle (3 Klassen) Industrie	Signifikanter Unterschied in der Marktrendite zwischen eigentümerkontrollierten und managerkontrollierten Unternehmen

Übersicht II-3

Untersuchung	Stichprobe/stat.Methoden	abhängige Variable	unabhängige Variable	Ergebnis
Kania und McKean (1976)	USA 178 Unternehmen 10 Jahre (1963-1972) Auswahl nach Verfügbarkeit der Daten Kovarianzanalyse	Eigenkapitalrendite Marktrendite	Unternehmenskontrolle Industrie Größe (Umsatz)	Hypothese nicht gestützt - bei Eigenkapitalrendite oder Marktrendite kein Unterschied zwischen manager- und eigentümerkontrollierten Unternehmen
Qualls (1976)	USA 205 Unternehmen 9 Jahre (1961-1969) (verwendet einen Teil von Palmer's Unternehmen/Daten) Multiple Regression	Eigenkapitalrendite	Unternehmenskontrolle Monopolmachtklasse Konzentrationsklasse	Keine Unterschiede zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen

III Managerialismustheorie

1. Annahmen

Die Proponenten des Managerialismus [1] sind unzufrieden mit der klassischen Theorie der Unternehmung, die durch folgende Grundannahmen beschrieben werden kann: perfekter Wettbewerb einer freien Wirtschaftsordnung und Unternehmer, die ihr berufliches Talent und ihr Vermögen einsetzen. Die Unternehmer tragen persönlich das Risiko des Verlustes und erhalten den Gewinn aus ihrer Geschäftstätigkeit. Unter diesen Voraussetzungen folgt für die Unternehmer als rationale Verhaltensmaxime die Gewinnmaximierung, da sie in jedem anderen Fall ihr Vermögen verlieren und aus dem Wettbewerb ausscheiden. Beschreiben also diese Voraussetzungen die Wirklichkeit genügend genau, so ist es überflüssig, sich weitere Gedanken über die Richtigkeit des Postulats der Gewinnmaximierung zu machen, wenn man Erklärungen oder Voraussagen über empirische Abläufe abgeben will. Die Managerialisten schränken jedoch die Gültigkeit dieser Voraussetzungen für weite Bereiche des Wirtschaftslebens der westlichen Welt ein:

(1) Gegen den perfekten Wettbewerb (oder eine approximative Form) bringen sie hervor, daß wenige große Industrieunternehmen entstanden sind, die überproportional große Anteile am Industrieumsatz (-produktion) halten. Unter solchen Gegebenheiten ist nicht zu erwarten, daß sich durch das freie Spiel der Kräfte von Angebot und Nachfrage Preise ergeben, an die sich die Unternehmen gewinnmaximierend mit ihren Angebotsmengen anpassen; sondern neben der Menge wird auch zumindest der Güterpreis ein Aktionsparameter der Unternehmen sein. Auch die klassische Theorie hat diese Gegebenheiten bereits in ihre Überlegungen einbezogen und neben dem Spezialfall des Monopols

---

1) Baumol (1967), Berle und Means (1932), Galbraith (1968), Marris (1964), Monsen und Downs (1965), Williamson (1964).

eine ganze Reihe von Ansätzen zum Oligopol entwickelt. Dabei hat sie die Annahme der Gewinnmaximierung beibehalten, obwohl diese nun für die Unternehmen nicht mehr notwendig ist, um zu überleben. Natürlich ist ein solches Vorgehen sinnvoll, wenn man z.B. überprüfen will, welche Folgen ein nicht-wettbewerblicher Markt für Preis und Mengen haben kann [1] und welche Implikationen sich hieraus für die Wohlfahrtsökonomie ergeben können. Will man dagegen das empirische Verhalten von Unternehmen auf speziellen nicht-wettbewerblichen Märkten erklären und voraussagen, dann ist die Annahme der Gewinnmaximierung möglicherweise nicht mehr adaequat, eben weil Gewinnmaximierung nicht mehr lebensnotwendig ist.

(2) Genau dieser Auffassung sind die Managerialisten, die bei ihrer Argumentation neben dem Auftreten nicht-wettbewerblicher Märkte vor allem damit argumentieren, daß die großen Unternehmen nicht mehr von Unternehmern geführt werden, denen das Vermögen der Unternehmen auch gehört, sondern von Managern, die kein oder nur unbedeutendes Eigentum an den Unternehmen haben. Damit fällt den Managern weder der Gewinn der Unternehmung zu, noch tragen sie ein Vermögensrisiko in schlechten Zeiten, in denen das Unternehmen Verluste macht oder gar in Konkurs gerät. Es fehlt also eine unmittelbare Bindung der Manager an den Gewinn (oder Verlust) des Unternehmens, woraus die Managerialisten schliessen, daß der Gewinn nicht das primäre Ziel der Manager ist. Daher suchen sie nach anderen Zielen, die in höherem Einklang mit der Realität stehen sollen. Neben monetären Zielen wie Gehalt, Boni, Prämien, Kapitalgewinne und Dividenden aus eigenen Aktien, die je nach Vertragsbedingungen an den Gewinn geknüpft sein können werden nicht-monetäre Ziele genannt - wie: Sicherheit,

---

1) In dieser Arbeit wird nicht bestritten, daß es eine Reihe weiterer Probleme gibt, für die es sinnvoll sein kann, von der Annahme der Gewinnmaximierung auszugehen. Siehe hierzu stellvertretend Machlup (1967).

Prestige, Macht, Status, Professionalismus, Freizeit, soziale Anliegen usw. . Wie immer diese Ziele auch in einer speziellen Nutzenfunktion der Manager enthalten sein mögen, die Managerialisten erwarten schon aus diesen Überlegungen, daß Unternehmen, die von Managern geführt werden weniger profitabel sind, als solche die von Unternehmern geführt werden. Gewinn steht nicht mehr an erster Stelle und ist nur noch ein Ziel unter vielen (wie bei Williamson, 1964) oder wird nur noch als Restriktion in schlechten Zeiten verhaltenswirksam (wie bei Baumol, 1967; Marris, 1964; Monsen und Downs, 1965).

Der Gewinn fällt den Aktionären (Eigentümern) der Unternehmung via Dividende oder Wertsteigerung der Aktien zu; diese Aktionäre werden typischerweise beschrieben als eine weitgehend unorganisierte Gruppe, von denen jedes Mitglied nur einen unbedeutenden Anteil am Grundkapital der Gesellschaft hält. Sie investieren ihr Geld nur aus Anlagegesichtspunkten. Die Möglichkeit auf die Geschäftsführung über die Beeinflussung der Wahl der Aufsichtsratsmitglieder Einfluß zu nehmen, üben sie i.d.R. nicht aus, da für den einzelnen die Kosten einer solchen Anstrengung zu groß, der mögliche Erfolg dagegen klein ist (Marris, 1964, S.18). Somit reagieren die Aktionäre auf eine schlechte Geschäftsführung normalerweise durch den Verkauf ihrer Aktien. Schlechte Geschäftsführung bedeutet dann lediglich, daß die Manager in ihrer erwirtschafteten Rendite in der mittleren Frist bedeutsam unter dem marktüblichen Durchschnitt liegen; denn die Aktionäre haben keinen unmittelbaren Einblick in die Geschäftslage des Unternehmens, sondern sind angewiesen auf die Geschäftsberichte und können die Leistung des Managements entweder an vorherigen Geschäftsberichten messen oder an den Veröffentlichungen ähnlicher Unternehmen (Monsen und Downs, 1965, S. 225). Somit genügt es für die Geschäftsführung ihre ausgewiesene Rendite auf einem üblichen Niveau zu halten, um die

negativen Folgen von breiten Verkäufen der Aktien zu verhindern. Diese negativen Folgen bestehen z.B. darin, daß nun die Gefahr erhöht ist, daß das Unternehmen von einer anderen Gruppe aufgekauft wird, aber auch darin, daß das Unternehmen in dieser Lage keine realistische Chance zur externen Eigenfinanzierung hat. Ob das Erwirtschaften einer durchschnittlichen Rendite eine Anforderung an das Management stellt, die doch dazu führt, daß kein Unterschied zum gewinnmaximierenden Verhalten auftreten kann, hängt einerseits vom Gewinnpotential des speziellen Unternehmens ab und andererseits von der tatsächlichen Höhe des üblichen Niveaus. Wird z.B. das übliche Renditeniveau von gewinnmaximierenden Unternehmen bestimmt, so muß c.p. auch das von Managern geführte Unternehmen die Gewinnmaximierung anstreben, um dieses Renditeniveau zu erwirtschaften und ausweisen zu können. Verhält es sich anders, so weist es eine niedrigere Rendite aus, wodurch die bereits diskutierten negativen Reaktionen der Aktionäre ausgelöst werden können. Sind jedoch die Vergleichsunternehmen ebenfalls managergeführt, so wird man erwarten können, daß das Gewinnpotential nicht realisiert oder in den Geschäftsberichten nicht ausgewiesen wird. Welcher Unternehmenskontrolltyp nun unter den großen industriellen Unternehmen vorherrscht, ist aber in erster Linie eine empirische Frage, die für die Managerialisten allerdings bereits beantwortet ist. Sie sehen hier einen heute in den USA abgeschlossenen revolutionären Prozeß, in dem der Unternehmer verschwindet und von Managern ersetzt wird (Larner, 1966).

Als kurzes Fazit läßt sich festhalten, daß die Managerialismustheorie generell einen Erklärungsansatz liefern will für große Unternehmen, von denen erwartet wird, daß sie einen monopolistischen Spielraum haben, deren Manager relativ unabhängig vom Einfluß der Aktionäre die Geschäfte führen und dabei eigene Ziele stärker verfolgen als die Gewinnmaximierung. Im übrigen behauptet sie, daß eine solche Vorstellung vom Unternehmen den Schwerpunkt der wirtschaftlichen Aktivität der westlichen Industrienationen besser repräsentiert als eine von Unternehmern geführte Unternehmung mit der Zielsetzung der Gewinnmaximierung. Neben diesen allgemeinen Voraussetzungen, die noch einer Kritik ausgesetzt werden, wurden spezielle Modelle entwickelt, von denen die grundlegenden dargestellt werden sollen.

2. Grundlegende Modelle

2.1 Das Modell der Umsatzmaximierung

(a) Begründung des Modells

Baumol (1967, S.45-52) geht zunächst darauf ein, welche nachteiligen Folgen für ein Unternehmen und seine Geschäftsführung aus sinkenden Umsätzen grundsätzlich zu erwarten sind:

(1) Konsumenten ziehen sich von einem Produkt sinkender Popularität zurück.

(2) Händler gehen verloren.

(3) Marktanteile sinken und damit der monopolistische Spielraum.

(4) Das Gewinnpotential wird reduziert.

(5) Das Vertrauen der Aktionäre in die Geschäftsführung wird reduziert.

(6) Banken/Kreditgeber werden skeptisch.

(7) Erschwerte Personalführung, da Freisetzungen notwendig werden.

(8) Gehälter der Manager sinken, da sie i.d.R. an Umsätze gebunden sind.

Alle diese Argumente (und explizit Argument 4) sind je nach den Gegebenheiten eng mit der Gewinnmaximierung verbunden; so kann man z.B. für einen Monopolisten, der die Cournot-Lösung in Periode t_1 realisiert hat, bei sinkenden Erlösen in t_2 ebenfalls einen Gewinnrückgang in t_2 im Normalfall vorhersagen. So könnten die plausiblen Reaktionen der Kreditgeber, Aktionäre und Kunden (Lieferanten) - wie von Baumol skizziert - infolge von sinkenden Erlösen auf eine erwartete Gewinnminderung zurückzuführen sein, wobei die Entwicklung der Umsätze eine Indizfunktion hat, insbesondere wenn man berücksichtigt, daß den Umsatzzahlen aufgrund der Freiheitsspielräume in den Richtlinien zur Aufstellung von Bilanz und Gewinn-und Verlustrechnung evtl.

mehr Vertrauen geschenkt wird als dem ausgewiesenen Gewinn. Dennoch glaubt Baumol (1967, S.46), daß der Umsatz über die Mittel-Funktion hinaus zum Maximierungsziel per se geworden ist, aus den oben beschriebenen Gründen und den folgenden Erfahrungen die er selbst aus der Beobachtung der Realität gemacht hat:

- Manager reden (als erstes) von Umsätzen, wenn es um die Beurteilung von wirtschaftlichem Erfolg geht;
- der Erfolg der Manager wird in Umsatzzahlen gemessen;
- Manager behalten unprofitable Geschäftsteile bei, um die Umsätze nicht sinken zu lassen.

Der Gewinn hat dagegen grundsätzlich die Rolle einer Restriktion,[1] die zunächst erfüllt werden muß, um die Aktionäre zufriedenzustellen. In das Modell (Baumol, 1967, S.53-55) wird der Gewinn als Restriktion $G=\bar{G}$ eingeführt.

(b) Das Modell lautet dann:[2]

III-1.1 $U \rightarrow \text{Max!}$

Unter $G = \bar{G}$; bzw. $U - K = \bar{G}$

Unter Benutzung der Lagrange-Funktion läßt sich dieses Modell in gewohnter Form maximieren.

III-1.2 $L(X, \lambda) = U + \lambda(U - K - \bar{G})$

III-1.3 $L_X = U_X + \lambda U_X - \lambda K_X = 0$

III-1.4 $L_\lambda = U - K - \bar{G} = 0$

---

1) Vgl. Die differenzierten Ausführungen Baumol's (1967, S.48-52), in denen er dieses einfache Konzept abschwächt, d.h. auf den Zusammenhang zwischen Höhe der Gewinne als Voraussetzung des Wachstums bzw. des Wachstums als Voraussetzung von Gewinnen eingeht. So ist sein Modell als eine einfache analytische Alternative zum Modell der Gewinnmaximierung zu verstehen.

2) Verwendete Symbole: U = Umsatz
K = Kosten
G = Gewinn
X = Ausbringungsmenge
L = Lagrange-Funktion
λ = Lagrange-Multiplikator

Aus III-1.3 folgt :

III-1.5 $U_X = K_X \lambda / (1 + \lambda)$

und da $\lambda > 0$, wenn III-1.4 erfüllt ist, gilt $\lambda/(1+\lambda) < 1$ und

III-1.6 $U_X < K_X$

Aus der vorstehenden Ableitung kann man ablesen, daß das umsatzmaximierende Unternehmen die Ausbringungsmenge (X) nicht nur bis zur Gleichheit von Grenzumsatz und Grenzkosten ($U_X = K_X$) ausweitet, sondern darüberhinaus. Dies führt unter normalen Bedingungen dazu, daß das Unternehmen bei einer höheren Ausbringungsmenge (X), einem höheren Umsatz (U) und einem niedrigeren Gewinn als ein gewinnmaximierendes Unternehmen arbeitet.

2.2 Das Modell der Wachstumsmaximierung [1]

(a) Begründung des Modells

Nach einer Diskussion von psychologischen und soziologischen Motiven, die Managern zugeschrieben werden können, kommt Marris (1964, S.46-109; insbesondere S.49-56) zu der Auffassung, daß es im wesentlichen das Wachstum bzw. die Wachstumsrate der Unternehmung ist, die die Manager als Zielvariable anstreben sollten, wenn sie ihren Nutzen maximieren wollen. Folgende Argumente liegen dieser Auffassung im wesentlichen zugrunde:

(1) Erfolgreiche Manager weisen sich aus durch eine starke Leistungsbezogenheit und den Drang nach vorwärts; dieser kann - wenn die Manager an der Spitze der Unternehmung stehen - innerhalb der Organisation nur durch Wachstum weiter befriedigt werden. Dieser Sachverhalt wird dadurch verstärkt, daß Manager häufig ihr "Ego" mit "ihrer" Unternehmung identifizieren.

(2) Die Rolle des Managers in der Gesellschaft ist nicht klar definiert - sie mag variieren mit der speziellen Situation der Unternehmung, dem politischen Klima usw.; somit weiß der Manager auch nicht eindeutig, was andere Interessengruppen (Eigentümer, Kunden, Lieferanten, Kreditgeber, Beschäftigte, Gewerkschaften, Kommune, Gesellschaft) von ihm erwarten. Die Folge davon ist, daß sich Manager auf persönliche materielle Motive und solche, die den übrigen Gruppen am meisten zugute kommen zurückziehen. Die größte Reichweite in der Befriedigung dieser Motive bietet jedoch das Wachstumsziel (Marris, 1964, S.52-53). Auf der anderen Seite können die Manager dieses Wachstum nicht unbeschränkt anstreben, wollen sie vermeiden, daß ihre Unternehmung von einer anderen Gruppe (eine eigentümerkontrollierte Unternehmung oder eine Gruppe aktiver Aktionäre) übernommen wird und damit ihre eigene Sicher-

---

1) Vgl. Marris (1964, 1971).

heit gefährden. In diesem Fall würden sie nämlich ihre Stellung verlieren oder zumindest - im Falle einer übernehmenden Unternehmung - einen reduzierten Aufgabenbereich mit geringerer Selbständigkeit zugewiesen erhalten. Diese Möglichkeit der Übernahme mißt Marris mit Hilfe der Bewertungsrate b, die das Verhältnis des Marktwertes der Unternehmung zu ihrem Buchwert darstellt; je geringer die Bewertungsrate umso höher ist c.p. die Wahrscheinlichkeit, daß die Unternehmung übernommen wird; denn dann steigt der Anreiz für eine andere gewinnmaximierende Gruppe, die Unternehmung zu übernehmen und ihr Gewinnpotential zu nutzen.[1] Somit enthält die lexikographische Nutzenfunktion der Manager (Marris, 1964, S.106-107, 1971, S.15-16) zwei Argumente: das zu maximierende Wachstum und die Bewertungsrate, für die zunächst eine bestimmte Höhe erreicht werden muß, die gerade das Sicherheitsniveau widerspiegeln soll, also die Höhe bei der die Unternehmung noch nicht übernommen wird. Diese Marge kann evtl. etwas höher als das Sicherheitsniveau ausfallen, da Marris glaubt, daß die Manager aus der Bewertungsrate noch weiteren Nutzen ziehen können: so aus ihrer Loyalitätshaltung zum traditionellen Kapitalisten und dem Prestige, das eine gute Stellung an der Börse mit sich bringt. Dies ändert jedoch nicht die formale Behandlung der Bewertungsrate als exogene Restriktion im grundlegenden Modell.

(b) Das Wachstumsmodell (Marris, 1971, S.17-19)

Während die Zielfunktion in ihrer allgemeinen Form einfach lautet:

$$\text{III-2.1} \qquad N = N(w,b) \longrightarrow \text{Max!}$$

Dabei beinhaltet die managerielle Nutzenfunktion N als Argumente die Wachstumsrate w und die Bewertungsrate b, die ein Maß für die Sicherheit der Manager darstellt.

---

1) Sind die potentiellen Übernehmer ebenfalls managerieIl motiviert, werden die Vorhersagen nicht mehr eindeutig (Yarrow, 1976, S.270).

Die Funktion b(w), die einen Zusammenhang zwischen der Bewertungsrate und der Wachstumsrate herstellt, läßt sich unter folgenden Annahmen herleiten:

III-2.2 $g = g(w)$

III-2.2 stellt einen funktionalen Zusammemhang zwischen der Gewinnrate g und der Wachstumsrate w her, wobei über die Funktion g(w) angenommen wird, daß $g_w < 0$ und evtl. ebenfalls $g_{ww} < 0$.

III-2.3 $M = g \cdot (1-r) \cdot \bar{B} \cdot Y(w)$

In III-2.3 ist M der Marktwert der Unternehmung, der sich bestimmen läßt aus dem Produkt der Anfangsdividende und einer Kapitalwertfunktion. Die Anfangsdividende ist $g \cdot (1-r) \cdot \bar{B}$, wobei $\bar{B}$ das Anfangskapital der Unternehmung darstellt, r die Einbehaltungsrate und g die Gewinnrate - dann ist nämlich $g \cdot \bar{B}$ der Gewinn der ersten Periode und $(1-r) \cdot g \cdot \bar{B}$ der Teil, der als Dividende ausgeschüttet wird. Y(w) stellt eine Kapitalwertfunktion - mit $Y > 1$ und $Y_w > 0$ - dar, die einer Anfangsdividende pro Aktie $\bar{d}$, die unter Sicherheit mit der Rate w wächst den Kapitalwert $\bar{d} \cdot Y(w)$ zuweist. In Y(w) geht somit die Zeitpräferenz der Aktionäre ein.

III-2.4 $r = w/g \quad ; \quad \text{da} \quad w = r \cdot g$

III-2.4 gibt einfach den Zusammenhang zwischen der Einbehaltungsrate r, der Wachstumsrate w und der Gewinnrate g an; bei interner Finanzierung des Wachstums wächst die Unternehmung eben gerade um r·g; also um die Rate des einbehaltenen Gewinnes. Aus III-2.2, III-2.3 und III-2.4 läßt sich nun der funktionale Zusammenhang zwischen Bewertungsrate und Wachstumsrate erstellen:

III-2.5 $b = M/\bar{B} = g \cdot (1-r) \cdot Y(w)$

$= (g-rg) \cdot Y(w) = (g-w) \cdot Y(w)$

bzw. $b = (g(w)-w) \cdot Y(w)$

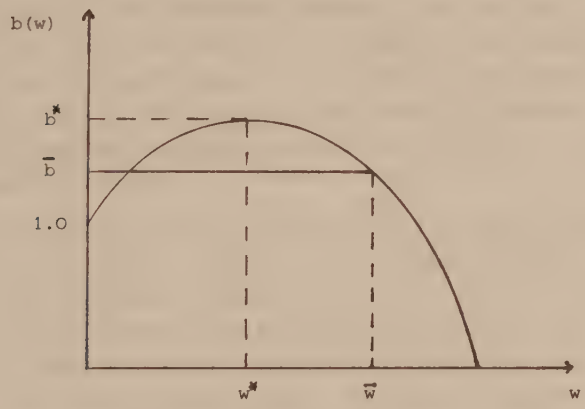
Die Funktion b(w) kann ein Maximum haben, da die Ableitung von (g(w)-w) nach w stets negativ und Y_w stets positiv ist. Im Falle der Gewinnmaximierung würde das Problem darin bestehen, das Maximum von b zu bestimmen. Für Manager, die das Wachstum der Unternehmung maximieren wollen unter der Restriktion, ein gewisses Niveau der Bewertungsrate zu ihrer Sicherheit einzuhalten, lautet dagegen das Modell:

$$\text{III-2.6} \quad N = N(w,b) \rightarrow \text{Max!}$$

$$\text{unter } b = (g(w)-w)\cdot Y(w) = \bar{b}$$

Anhand einer Abbildung (Marris, 1964, S.255) lässt sich dieses Modell verdeutlichen.

Abbildung III-1: Die Bewertungsrate als Funktion der Wachstumsrate



Wenn die Funktion b(w) einen Verlauf wie in Abbildung III-1 hat, so wählt ein Gewinnmaximierer die Kombination (b^*, w^*),

während der Wachstumsmaximierer zur gegebenen Bewertungsrate $\bar{b}$, die sein Sicherheitsniveau repräsentiert, die größte Wachstumsrate $\bar{w}$ wählt. Damit beinhaltet die von Managern gewählte Kombination von $\bar{w}$ und $\bar{b}$ stets eine höhere Wachstumsrate und eine niedrigere Bewertungsrate als die gewinnmaximale Kombination $(\overset{*}{b},\overset{*}{w})$; es sei denn $\bar{b} = \overset{*}{b}$.

2.3 Das Modell der Maximierung präferierter Ausgaben [1)]

(a) Begründung des Modells

Williamson (1964) möchte die Theorie der Unternehmung vor allem dadurch "verbessern", daß realistischere Annahmen über die Motive der Geschäftsleitung eingeführt werden. Dabei geht er von der einfachen Annahme aus, daß ein Mensch jeweils gerade diejenigen Bedürfnisse zu befriedigen sucht, die eine spezielle Umgebung zuläßt . In der speziellen Umgebung "Unternehmung" sind dies vornehmlich: Verdienst, Sicherheit, Status, Macht, Prestige, soziale Belange und Professionalismus. Williamson fragt sich nun, welche Maßnahmen der Manager dazu geeignet sind, diese Bedürfnisse oder Ziele zu erfüllen bzw. an welchen Maßnahmen ein solches Verhalten abgelesen werden kann. Dabei kommt er zu der Auffassung, daß sich solche Maßnahmen in Ausgaben niederschlagen, die nicht konform mit der Gewinnmaximierung sind und durch ihren Beitrag zur Erfüllung der o.g. Bedürfnisse einen Nutzen für die Manager haben, der unabhängig ist von einem evtl. Beitrag zur Produktivität der Unternehmung. Hierzu nennt er die folgenden drei Maßnahmen, die auch in sein Modell eingehen:

(1) Erweiterung der Stabsabteilung: diese Maßnahme hat nach Williamson (1964, S.34-35) ein breites Spektrum zur Erfüllung von Bedürfnissen. Sie dient einmal zur Erhöhung des Verdienstes, da dem Manager nun mehr Untergebene untergeordnet sind; gleichzeitig damit der Förderung seines Status, seiner Macht und seines Prestiges - zumindest innerhalb der Organisation; ferner dient sie seiner Sicherheit, da er nun mehr loyale Mitarbeiter hat, die schon aus Eigeninteresse die Stellung ihres Chefs mitsichern und ihm darüberhinaus durch die erhöhte Arbeitskapazität - eine breitere Informationsbasis z.B. für interne

---

1) Williamson, 1964, insbesondere S.32-60.

Auseinandersetzungen zur Verfügung stellen können, usw. ; weiterhin erfüllt eine Stabsabteilung das Bedürfnis nach Professionalismus, denn jetzt können Entscheidungen von Spezialisten vorbereitet werden. Somit erwartet Williamson, daß die Ausgaben für Stabsabteilungen, die ihren Niederschlag in den allgemeinen Verwaltungs- und Vertriebskosten finden, in managerkontrollierten Unternehmen höher sind als in eigentümerkontrollierten.

(2) Erhöhung des Einkommens: hierunter versteht Williamson (1964,S.35) einerseits die Erhöhung der Gehälter der Manager um einen Teil, der nicht notwendig wäre, um die Manager zu ihrer Arbeitsleistung zu veranlassen, sondern der dadurch zustandekommt, daß sie ihre "Monopolstellung" bei der Verteilung der Gewinne nutzen. Andererseits faßt er unter dem Begriff Einkommen auch solche Ausgaben der Unternehmung zusammen, die den Managern unmittelbar zugute kommen - wie Ausgaben zur Größe und Ausstattung der Arbeitsräume, für den Dienstwagen, usw. . Diese letzten Ausgaben sind zwar durch ihren gebundenen Verwendungszweck weniger wertvoll für die Manager als ein Gehaltszuschlag, andererseits aber haben sie den Vorteil, daß sie weniger der Kritik der Arbeitnehmer, Gewerkschaften und Öffentlichkeit ausgesetzt sind, da sie normalerweise in den allgemeinen Verwaltungskosten "untergehen". Die genannten Ausgaben dienen also direkt und indirekt der Erfüllung des Bedürfnisses nach Verdienst wie auch z.B. dem nach Status (Chauffeur, Dienstwagen).

(3) Erhöhung des Gewinns über eine notwendige Höhe: bei Williamson (1964, S.35-36) spielt der Gewinn zunächst die gleiche Rolle wie im Umsatzmaximierungsmodell von Baumol: es muß eine bestimmte Höhe vorab erwirtschaftet werden, um die Erwartungen der Aktionäre zu befriedigen und um sicher zu sein vor einer Übernahmeaktion einer gewinnmaximierenden Gruppe wie bei Marris. Darüberhinaus weist Williamson dem Gewinn weiteren Nutzen für die Manager

zu, indem er davon ausgeht, daß der Gewinn ein Erfolgsmaßstab für die Leistung der Manager darstellt und somit der Erfüllung solcher Motive wie Professionalismus und Prestige dient. Dadurch haben die Manager einen Anreiz, den Gewinn über die notwendige Höhe zu steigern.

(b) Das Modell

Das Modell Williamson's (1964, S.52-54) besteht nun in der Maximierung der Nutzenfunktion der Manager N, die folgende Argumente enthält: Stabsausgaben S, präferierte Ausgaben A und den diskretionären Gewinn G. Diskretionärer Gewinn bezeichnet den Teil des Gewinnes nach Steuer, der die von den Aktionären geforderte Höhe $\bar{G}$ übersteigt. Da Williamson (1964, S.40) annimmt, daß der diskretionäre Gewinn stets grösser Null ist, wird die Forderung der Aktionäre stets erfüllt, sodaß das Modell ohne Nebenbedingungen geschrieben werden kann:

$$\text{III-3.1} \qquad N = N(S,A,G); \quad N \rightarrow \text{Max!}$$

Der diskretionäre Gewinn nach Steuer G kann durch folgende Gleichung beschrieben werden:

$$G = (1-T)\cdot(U-K-S-A-F-\bar{G})$$

Dabei ist T der Steuersatz, U der Umsatz, K die (notwendigen) Kosten und F eine fixe Steuerausgabe. Dabei setzt Williamson (1964, S.40) die Annahme, daß die Kosten wie üblich eine Funktion der Ausbringungsmenge X sind, während der Umsatz eine Funktion der Ausbringungsmenge X und der Stabsausgaben S ist.[1)]

---

1) Genauer nimmt er an: $U=P\cdot X$ (P=Preis) und $U_{XS} \geq 0$; d.h. zu jeder gegebenen Ausbringungsmenge kann durch Erhöhung der Stabsausgaben der Umsatz bis zu einer Sättigungsgrenze gesteigert werden. Dies erfolgt natürlich über Preiserhöhungen; daher gilt bei Williamson (1964, S.52-54) für die Preisabsatzfunktion : $P=P(X,S)$ mit $P_X < 0$ und $P_S \geq 0$. Begründen kann man diese Annahme damit, daß mit Hilfe des Fachwissens der Stabsabteilung eine gezieltere Preispolitik möglich ist.

Damit kann man III-3.1 spezieller schreiben:

III-3.2 $N = N\ (S,A,(1-T)\cdot(U-K-S-A-F-\bar{G})\ )\ ;N\rightarrow Max!$

Um ein Maximum von N zu erlangen, müssen als notwendige Bedingungen die ersten Ableitungen im Hinblick auf die unabhängigen Variablen S,A und X = O gesetzt werden. Unter Verwendung der spezielleren Nutzenfunktion III-3.2 lassen sich die Optimalbedingungen wie folgt schreiben:[1)]

III-3.3 $N_S = N_S^1 \cdot 1 + N_A^2 \cdot O + N_G^3 \cdot (1-T) \cdot (U_S - 1) = O$

bzw. $U_S = ((1-T)\cdot N_G^3 - N_S^1)/((1-T)\cdot N_G^3)$

III-3.4 $N_A = N_S^1 \cdot O + N_A^2 \cdot 1 - N_G^3 \cdot (1-T) = O$

bzw. $N_A^2 = (1-T)\cdot N_G^3$

III-3.5 $N_X = N_S^1 \cdot O + N_A^2 \cdot O + N_G^3 \cdot (1-T) \cdot (U_X - K_X) = O$

bzw. $U_X = K_X$

Interpretation der notwendigen Bedingungen für ein Optimum:

(1) Die Bedingung III-3.5 $U_X = K_X$ gibt den gleichen Sachverhalt wie im Gewinnmaximierungsmodell im Hinblick auf die Produktionsentscheidung wieder,nämlich Grenzumsatz = Grenz-

---

1) Zur Erläuterung und Bequemlichkeit: die allgemeinen Ableitungen zu III-3.1 nach den unabhängigen Variablen S,A,X lauten:

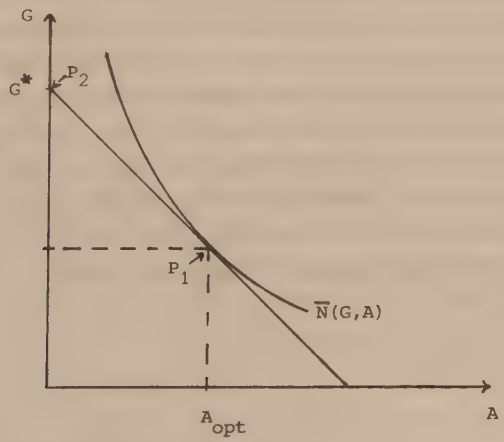
$$N_S = N_S^1 \cdot S_S + N_A^2 \cdot A_S + N_G^3 \cdot G_S = O$$
$$N_A = N_S^1 \cdot S_A + N_A^2 \cdot A_A + N_G^3 \cdot G_A = O$$
$$N_X = N_S^1 \cdot S_X + N_A^2 \cdot A_X + N_G^3 \cdot G_X = O$$

Dabei ist N_S^1 die Ableitung der ersten Komponente der Nutzenfunktion nach S, N_A^2 diejenige der zweiten Komponente nach A und N_G^3 die dritte Komponente nach G. Hierbei bedeutet z.B. N_S^1 ökonomisch den Grenznutzen allein im Hinblick auf die Stabsausgaben, also ohne zu berücksichtigen, daß die Stabsausgaben auch Wirkungen auf die anderen Komponenten der Nutzenfunktion haben (auf die 3. Komponente). N_S^1, N_A^2 und N_G^3 sind annahmegemäß positiv.

kosten.

(2) Die Bedingung III-3.4 zeigt an, daß der Grenznutzen aus einer Einheit präferierter Ausgaben gerade so groß sein soll wie der Grenznutzen aus einer Einheit diskretionärem Gewinn bei T = O. Berücksichtigt man einen positiven Steuersatz, so wird der Grenznutzen aus diskretionärem Gewinn um die Höhe des Steuersatzes gekürzt; dies bedeutet dann, daß umsomehr vom tatsächlichen Gewinn in Form von präferierten Ausgaben "konsumiert" wird, je höher der Steuersatz ist. Die Einführung der Variablen präferierte Ausgaben in die Nutzenfunktion der Manager hat also lediglich Auswirkungen auf die Verteilung des erwirtschafteten Gewinnes. Es wird immer noch das Gewinnmaximum realisiert, der maximale Gewinn jedoch nicht ausgewiesen, sondern gekürzt um die Höhe der präferierten Ausgaben. Welche spezielle Verteilung zum Tragen kommt, hängt ab von der speziellen Form der Nutzenfunktion. Unter Vernachlässigung der Stabsausgabenvariable ist dieser Zusammenhang beispielhaft für T = O in Abbildung III-2 dargestellt.

Abbildung III-2: Die Wahl zwischen diskretionärem Gewinn und präferierten Ausgaben.[1)]



1) Aus Williamson (1964, S.52).

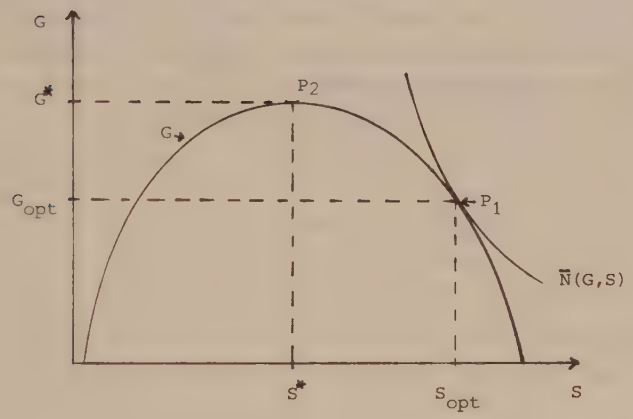
Wenn die Nutzenfunktion N(G,A) die normalen Eigenschaften hat und die Isonutzenlinie $\bar{N}(G,A)$ den optimalen Berührpunkt P_1 für die Verteilung des Gewinnes zwischen diskretionärem Gewinn und präferierten Ausgaben liefert, so ist es offensichtlich, daß die Ecklösung P_2, die dem Gewinnausweis bei Gewinnmaximierung entspricht nie zum Zuge kommt.

(3) Wichtiger ist jedoch die Bedingung III-3.3, die dazu führt, daß die Manager die Ausbringungsmenge stärker ausweiten als eine gewinnmaximierende Unternehmung. Zum einfacheren Verständnis läßt sich III-3.3 mit T=O schreiben:

$$U_S = 1 - N_S^1 / N_G^3$$

Während zum Gewinnmaximum die Bedingung lauten muß: $U_S = 1$, also Stabsausgaben solange ausgeweitet werden bis eine weitere Ausgabeneinheit gerade der Steigerung des Umsatzes entspricht, gilt nun daß über diesen Punkt hinaus weiter Stabsausgaben getätigt werden, da die Bedingung III-3.3 besagt: $U_S < 1$, denn N_S^1 / N_G^3 ist positiv, da annahmegemäß $N_S^1 > O$ und $N_G^3 > O$ ist. Da nun andererseits über die Bedingungen $P_S \gtrless O$ und $U_{XS} \gtrless O$ normalerweise der Umsatz durch eine Stabsausgabenerhöhung ebenfalls erhöht wird und somit c.p. ein höherer Umsatz bei einer gegebenen Ausbringungsmenge X erwirtschaftet wird als im Gewinnmaximierungsmodell, so ist i.d.R. auch die Ausbringungsmenge höher. Der Zusammenhang zwischen der Wahl zwischen den Stabsausgaben und dem diskretionären Gewinn läßt sich ebenfalls verdeutlichen, wobei der Einfachheit halber der Steuersatz O gesetzt wird und die präferierten Ausgaben außer Acht gelassen werden (Abbildung III-3).

Abbildung III-3: Die Wahl zwischen diskretionärem Gewinn und Stabsausgaben[1)]



Die Kurve G spiegelt den Verlauf des diskretionären Gewinnes in Abhängigkeit der Stabsausgaben wider; dabei wird angenommen, daß zu jeder Stabsausgabenhöhe die Ausbringungsmenge X bereits optimal gewählt wurde (entsprechend der Bedingung III-3.5). Der Punkt P_2 repräsentiert dann die optimale Wahl für einen Gewinnmaximierer, während P_1 die Lösung für einen Manager darstellt, der eine Nutzenfunktion N(G,S) verfolgt wie sie die Isonutzenlinie $\bar{N}(G,S)$ darstellt. Daß der Punkt P_1 mit dem Punkt P_2 zusammenfällt, kann nur dann vorkommen, wenn der Grenznutzen aus Stabsausgaben in der Nähe von P_1=O ist, d.h. die Isonutzenlinie dort die Steigung O hat (Williamson, 1964, S.43) - da aber angenommen wird,daß die Manager positive Nutzen aus einer Erweiterung der Stabsabteilung bzw. einer Erhöhung der Stabsausgaben ziehen, also $N_S^1 > O$, ist dieser Fall ausgeschlossen.

---

1) Aus Williamson (1964, S.43).

Damit führen die Modellannahmen zu der Erwartung, daß die managerkontrollierten Unternehmen bei einer höheren Ausbringungsmenge, höheren präferierten Ausgaben und einem niedrigeren tatsächlichen und einem noch niedrigeren ausgewiesenen Gewinn operieren werden als die eigentümerkontrollierten Unternehmen.

3. Weitere Entwicklungen

Aus der bisherigen Analyse der drei grundlegenden Modelle der Managerialismustheorie lassen sich vorab folgende Schlüsse ziehen:

(1) Von einer gemeinsamen Basis der Managerialismustheorie aus lassen sich unter plausiblen Annahmen unterschiedliche Erklärungsmodelle entwickeln; wobei die Zurückweisung oder Bevorzugung eines Modelles aus theoretischen Überlegungen (z.B. höhere Plausibilität eines Modelles) nicht möglich ist. Somit steht dem Gewinnmaximierungsmodell nicht ein managerielles Modell gegenüber, sondern eine Anzahl unterscheidbarer managerieller Modelle.

(2) Dennoch geben die manageriellen Modelle im Vergleich zum Gewinnmaximierungsmodell die gleiche Voraussage im Hinblick auf die Rentabilität: sofern die jeweiligen Restriktionen nicht verhaltensrelevant werden, arbeiten managerkontrollierte Unternehmen bei einer niedrigeren Rentabilität als eigentümerkontrollierte Unternehmen. Die letzte Feststellung wird als eine grundlegende Behauptung in dieser Arbeit empirisch zu überprüfen sein. Vorher soll jedoch überprüft werden, ob die theoretische Entwicklung seit der Grundlegung der vorgestellten Modelle bis heute die oben gezogenen Schlüsse modifiziert.

3.1 Variation der Annahme zur Gewinnrestriktion [1]

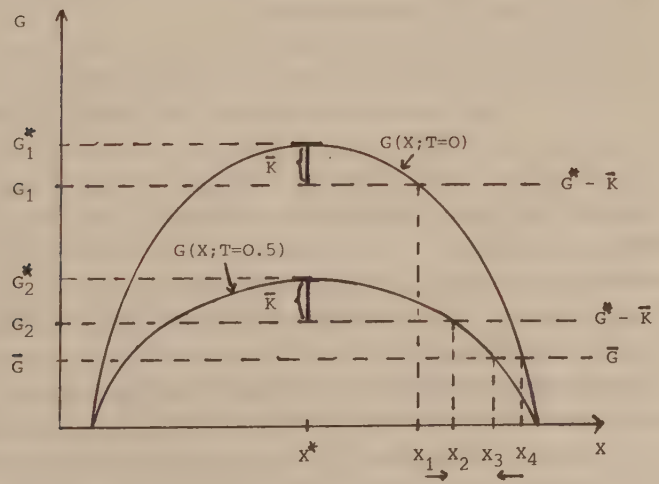
An den manageriellen Modellen kritisiert Yarrow (1976) vor allem die Art, in der die Restriktionen eingeführt und begründet werden als exogenes Anspruchsniveau der Aktionäre, dessen Höhe einen festen Wert darstellt, der unabhängig ist von der speziellen Situation einer Unternehmung.[2] Daher formuliert er eine neue Restriktion, bei der realistischere Annahmen berücksichtigt werden. Am Beispiel des Umsatzmaximierungsmodells soll die Vorgehensweise erläutert werden. Dort heißt die Restriktion $G=\bar{G}$, d.h. die Aktionäre fordern einen Gewinn, der ihnen zukommt in Höhe von $\bar{G}$, andernfalls ergreifen sie Maßnahmen zur Ersetzung des Managements oder verkaufen ihre Aktien, was in der Folge zu einer Übernahme der Unternehmung durch eine gewinnmaximierende Gruppe führen kann, sofern diese erwartet, wenigstens einen Gewinn in Höhe von $\bar{G}$ zu erwirtschaften. Yarrow (1976, S.267-279) dagegen bindet das Anspruchsniveau der Aktionäre (und die Aktivitäten einer Übernehmergruppe) unmittelbar an den maximalen Gewinn G^*, den die Unternehmung erwirtschaften kann, indem er das Anspruchsniveau der Aktionäre definiert als:
$G = G^*-K$. Wobei K solche Kosten widerspiegelt, die bei einer Aktivität der Aktionäre zur Ersetzung des Managements anfallen; solche Kosten sind z.B.: Kosten der Koalitionsbildung, Kosten von "proxy-fights" wie auch der Nachteil, daß Aktionäre, die sich nicht an der Koalition beteiligen, dennoch an dem Erfolg einer solchen Aktion partizipieren (Yarrow, 1976, S.268); ferner Kosten, die nach einer geglückten Aktion anfallen - wie solche, die durch die Änderung der Managementstruktur entstehen (Verträge sind noch weiter zu zahlen; neue Manager sind auszuwählen) usw. .

---

1) Vgl. Yarrow (1976, S.267-279).
2) Auch Kaufer (1975b) kritisiert die Einführung der Gewinnrestriktion in dieser Art und legt wie Yarrow (1976) eine Alternative vor; vgl. auch Schredelseker (1975, S. 133-159).

Alle diese Kosten sind also unternehmensspezifisch, da sie von solchen Größen wie der Anzahl der Aktionäre und der Verteilung der Aktienpakete im Falle der Koalitionskosten abhängen; andererseits sind sie für eine gegebene Unternehmung eine feste Größe $\bar{K}$, sodaß sich die Restriktion Yarrow's schließlich schreibt: $G = G^* - \bar{K}$.
Diese Variante der Gewinnrestriktion hat erhebliche Auswirkungen für die komparativ-statischen Eigenschaften der managerieller Modelle. Für das Modell der Umsatzmaximierung kehrt sie z.B. das Reaktionsverhalten der Variablen Ausbringungsmenge auf eine Erhöhung des Gewinnsteuersatzes T in das Gegenteil: die Manager werden jetzt mit einer Erhöhung der Ausbringungsmenge statt mit einer Senkung reagieren. Dieser Sachverhalt ist in Abbildung III-4 nachgewiesen.

Abbildung III-4: Die Veränderung der komparativ-statischen Eigenschaften des Modells der Umsatzmaximierung bei Variation der Restriktion[1)]



1) Aus Yarrow (1976, S.273).

Im Grundmodell der Umsatzmaximierung mit der exogenen Restriktion $G = \bar{G}$ reagiert die Unternehmung auf eine Erhöhung des Steuersatzes mit einer Reduktion der Ausbringungsmenge von X_4 auf X_3 und einem unveränderten Gewinnausweis in Höhe von $\bar{G}$. Die Modifikation dieser Restriktion auf $G = \overset{*}{G}-\bar{K}$ bringt dagegen eine Erhöhung der Ausbringungsmenge von X_1 auf X_2 und eine Senkung des ausgewiesenen Gewinnes von G_1 auf G_2.
In gleicher Weise lassen sich Überlegungen zum Wachstumsmodell und zu dem Modell der Maximierung präferierter Ausgaben anstellen (Yarrow, 1976, S.274-278). So ändert sich im Wachstumsmodell die Restriktion $b=\bar{b}$ in die Restriktion $b=\overset{*}{b}-\bar{k}$, während sich das Modell der Maximierung präferierter Ausgaben statt:

$$\text{Max! } N=N\,(S,A,(1-T)\cdot(U-K-S-F)-\bar{G}) \qquad \text{nun schreibt}$$

$$\text{Max! } N=N\,(S,A,(1-T)\cdot(U-K-S-F)-((1-T)\cdot(\overset{*}{U}-\overset{*}{K}-\overset{*}{S}-\overset{*}{F})-\bar{R}))$$

Auch hier werden also von außen festgelegte Schranken ersetzt durch solche, die das Gewinnpotential und die Kosten eines Machtwechsels in der gerade betrachteten Unternehmung berücksichtigen.
Für alle bisher beschriebenen Modelle haben wir in Übersicht III-1 die komparativ-statischen Eigenschaften dargestellt; dies sind üblicherweise die qualitativen Reaktionen auf folgende Änderungen: (1) eine Erhöhung des Steuersatzes (ΔT); (2) eine Erhöhung einer fixen Steuerausgabe (ΔF) und (3) eine Verbesserung der Nachfragebedingungen (ΔD).
Wie wir sehen hat die Variation der Gewinnrestriktion durch Yarrow (1976) erhebliche Folgen für die komparativ-statischen Eigenschaften der vorgestellten manageriellen Modelle. Am stärksten sind diese Änderungen für das Umsatzmaximierungsmodell und das Modell der Maximierung präferierter Ausgaben. Dort reagieren z.B. alle Reaktions-

Übersicht III-1: Komparativ-statische Eigenschaften [1)]

Modell	Reaktions-variable	Umweltparameter		
		ΔT	ΔF	ΔD
Gewinnmaximierung	X	O	O	+
Umsatzmaximierung	X	-	-	+
Wachstumsmaximierung	X	-	O	+
	W	-	-	+
Maximierung präferierter Ausgaben	X	+?	-	+
	S	+?	-	+
	A	+?	-	+
Die Veränderung der komparativ-statischen Eigenschaften unter Yarrow's Variation der Restriktionen.				
Umsatzmaximierung	X	+	O	+
Wachstumsmaximierung	X	-	O	+,O
	W	-	O	+,O
Maximierung präferierter Ausgaben	X	+	O	+
	S	+	O	+
	A	+	O	+

variablen definitiv positiv auf eine Erhöhung des Steuersatzes, während auf eine Erhöhung einer festen Steuersumme (oder der Fixkosten) nicht reagiert wird, wenn die Gewinnrestriktion nach Yarrow variiert wird.
Vom Aspekt der empirischen Überprüfung der manageriellen Modelle gegenüber dem Modell der Gewinnmaximierung zeigt diese Analyse keine erfolgversprechenden Ansatzpunkte. Denn von den berücksichtigten Umweltparametern (Steuersatz, feste Steuerausgabe, Nachfragebedingungen) weisen

---

1) Erläuterung zu Übersicht III-1: die Symbole +, -, O zeigen die Richtung der Veränderung der Reaktionsvariablen an, wenn sich die Umweltparameter erhöhen; z.B. wird die Ausbringungsmenge X im Modell der Gewinnmaximierung erhöht, wenn die Nachfrage D steigt.

nur die Nachfragebedingungen im Untersuchungszeitraum (1961-1970) Änderungen auf, die gemessen werden können, während sich das Steuersystem nicht geändert hat. Auf eine Änderung der Nachfragebedingungen reagieren aber alle Modelle qualitativ gleichartig, sodaß eine empirische Diskriminierung der Modelle mit Hilfe von qualitativen Reaktionsänderungen nicht möglich ist.

3.2 Verallgemeinerung des Modellansatzes[1)]

Während die bisher diskutierten Modelle und Variationen spezielle Annahmen über die Zielfunktionen oder Restriktionen machen oder verändern, hat Moreland (1972, 1974) einen Beitrag zur Theorie des Managerialismus geliefert, in dem er eine allgemeinere Modellkonzeption vorstellt, in die sich die vorhergehenden Modellansätze wie die von Marris, Williamson und Baumol integrieren lassen. Dieses Ziel von Moreland (1972, S.5) ist hier nicht von primärem Interesse, aber sein Modell verdient dennoch Aufmerksamkeit, da es Ineffizienzen im Hinblick auf die Produktionsentscheidung zuläßt, wie sie in den bisherigen Modellen nicht vorgesehen sind. Dies ist deshalb ein wichtiger Aspekt, weil interne Ineffizienz ein Argument gegen große managerielle Unternehmen ist. Die Modelle von Marris (1964) und Baumol (1967) beinhalten immer noch, daß sich die Unternehmen entlang ihres Minimalkostenpfades bewegen wie im Fall der Gewinnmaximierung; sie überschreiten lediglich die gewinnmaximale Ausbringungsmenge. Etwas anders ist es in Williamson's Modell (1964); dort wird der Faktor "Stabsabteilung" von den übrigen Produktionsfaktoren getrennt. Während die Kostenfunktion zu den übrigen Produktionsfaktoren wie üblich über die Minimalkostenkombination erstellt wird, hat der Faktor Stabsabteilung keine ertragssteigernde Wirkung (auf die physische Ausbringungsmenge X), sondern hat einen Einfluß auf den Verlauf der Preisabsatzfunktion in dem Sinne, daß nun zu jeder Ausbringungsmenge ein höherer Preis erzielbar ist (genauer: $P_S > 0$). Da die Manager desweiteren einen Nutzen aus der Größe der Stabsabteilung, der unabhängig ist vom ökonomischen Beitrag dieses Faktors, ziehen, setzen sie mehr Einheiten des Faktors Stabsabteilung ein als im klassischen Modell. Vom Standpunkt des klassischen Modells aus

---

1) Moreland (1972, 1974).

gesehen ist die optimale Lösung in Williamson's Modell somit ineffizient im Hinblick auf den Faktor Stabsausgaben (Moreland, 1972, S.19).
Im Modell von Moreland sind solche Ineffizienzen jedoch im Hinblick auf alle Produktionsfaktoren denkbar. Dies rührt aus der speziellen Art der managerіellen Nutzenfunktion, in die neben dem Einkommen der Manager die Produktionsfunktion (im Hinblick auf die Ausbringungsmenge) in Abhängigkeit der Produktionsfaktoren und des Arbeitseinsatzes der Manager eingeht (Moreland, 1972, S.22-23, 1974, S.2-7). Das entscheidende Faktum bei Moreland (1972, 1974) ist nun die Annahme, daß Eigentümer einen maximalen Arbeitseinsatz liefern, der über Isoquanten und Kostenbudgetgeraden zu der Minimalkostenkombination und hierüber zu einer minimalen Kostenfunktion führt; während die Manager der Verringerung ihres Arbeitseinsatzes (Verkürzung der Zeitdauer oder weniger Anstrengung bei gegebener Zeitdauer) einen positiven Nutzen zuordnen, wodurch eine Abweichung von der Minimalkostenlinie eintritt bzw. eine höhere Kostenfunktion resultiert. Insgesamt gesehen führt dies dazu, daß für einen gegebenen Produktionsfaktoreneinsatz (außer Arbeitsanstrengung der Manager) eine geringere Ausbringungsmenge erzeugt wird. Ja es ist sogar möglich - je nach der Präferenzstärke für Arbeitsverringerung, daß die Manager eine geringere Menge an Produktionsfaktoren einsetzen als Gewinnmaximierer. Diese beiden Ergebnisse stehen im Widerspruch zu jenen der anderen managerіellen Modelle, die stets ein höheres Ausbringungsniveau und damit verbunden ein höheres Einsatzniveau der Produktionsfaktoren als im Fall der Gewinnmaximierung voraussagen (Moreland, 1972, S.26).

4. Fazit

(1) Zunächst bleibt der Schluß, der schon nach der Diskussion der Grundmodelle des Managerialismus gezogen wurde, bestehen: von einer gemeinsamen Basis aus, lassen sich plausible Modelle für das Verhalten von Unternehmen entwickeln, die vom Modell der Gewinnmaximierung abweichen.

(2) Die neueren Entwicklungen zeichnen sich vor allem durch realistischere Annahmen über die Restriktionen der managerіellen Modelle aus; dadurch sind die komparativ-statischen Eigenschaften der Grundmodelle teilweise verändert worden (vgl. Übersicht III-1).

Vom Standpunkt dieser Arbeit her, in der eine empirische Trennung des Gewinnmaximierungsverhaltens von "dem" managerіellen Verhalten versucht wird, wäre eine theoretische Entwicklung wünschenswert, die zu einem einzigen managerіellen Modell führt, das möglicherweise gerade die dem Gewinnmaximierungsmodell entgegengesetzten qualitativen komparativ-statischen Eigenschaften besitzt. Dagegen hat die Entwicklung zu einer größeren Vielfalt an Modellen mit unterschiedlichen Reaktionseigenschaften geführt, deren empirische Diskriminierung in ihrer speziellen Form in dieser Arbeit nicht möglich ist.

(3) Die wichtigste Schlußfolgerung aus der vorgestellten Modellanalyse besteht in der Erwartung, daß managerkontrollierte Unternehmen einen niedrigeren Gewinn ausweisen als eigentümerkontrollierte. Dies ergibt sich aus allen bisher dargestellten Modellen, unabhängig davon, welches spezielle managerielle Verhalten - entsprechend der variierenden Argumente von Baumol (1967), Marris (1964) oder Williamson (1964) tatsächlich vorliegt.

(4) Als Alternative zu einem geringeren Gewinniveau können wir unter Bezug auf das Modell von Marris (1964, 1971) erwarten, daß managerkontrollierte Unternehmen eine höhere Wachstumsrate als eigentümerkontrollierte aufweisen. Diese

Erwartung gilt auch aufgrund des Modells von Baumol (1967) wenn wir es in dynamischer Sicht sehen (Ramser, 1972, S.221).

(5) Ebenso läßt sich aus dem Modell von Marris (1964) schliessen, daß managerkontrollierte Unternehmen eine niedrigere Bewertungsrate aufweisen als eigentümerkontrollierte.

(6) Williamson's Modell (1964) behauptet einen Unterschied im ausgewiesenen Gewinn zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen nicht nur aufgrund unterschiedlicher Entscheidungen in Bezug auf die einzusetzenden Produktionsfaktoren, sondern auch durch eine unterschiedliche Gewinnverwendung. Dadurch untermauert er die Erwartung, daß managerkontrollierte Unternehmen einen niedrigeren Gewinn ausweisen nachdrücklich. Seine spezielle Vermutung, daß managerkontrollierte Unternehmen höhere Ausgaben für Stabsabteilungen tätigen, läßt sich in dieser Arbeit nicht untersuchen, da keine entsprechende Aufschlüsselung der Kosten in der Gewinn- und Verlustrechnung der Unternehmen vorhanden ist.

(7) Moreland's Überlegungen (1972, 1974), daß in managerkontrollierten Unternehmen Ineffizienzen auftreten, werden noch einer Kritik unterzogen.

IV Einschränkungen zur Managerialismustheorie

1. Klassische Kritik

In Anbetracht der Bedeutung der Managerialismustheorie für das ökonomische System hat es viele Beiträge zur Kritik an ihren Grundlagen gegeben. Wir beschränken uns auf die Skizzierung der Kontroverse zwischen Peterson (1965, S.1-24), der für die Aufrechterhaltung der klassischen Theorie plädiert, und Berle (1965, S.25-40) und Kaysen (1965, S.41-51) als Proponenten der Managerialismustheorie, weil diese Kontroverse die grundlegenden gegensätzlichen Positionen anspricht.

Peterson (1965) möchte nachweisen, daß selbst in dem Fall, in dem Manager statt Eigentümer eine Unternehmung kontrollieren, keine bedeutsamen Abweichungen vom Gewinnmaximierungsverhalten eintreten, weil nämlich a) die Manager entweder keinen Spielraum zur Verfolgung anderer Ziele haben oder ihn nicht nutzen und b) die Stellung der Aktionäre stark genug ist, um ihre Ziele durchzusetzen oder ein Interesseneinklang zwischen Aktionären und Managern besteht. Zu diesem Ergebnis kommt er im wesentlichen aufgrund folgender Argumente:

a 1) Voraussetzung für das Überleben einer Unternehmung ist ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Gesamterlösen und Gesamtkosten; der dabei entstehende Gewinn ist im Vergleich zu diesen Posten eine solch geringe Größe - wie die Empirie zeigt -, daß hier kein großer Freiheitsraum zur Verfolgung anderer Ziele als der Gewinnmaximierung vorhanden sein kann. So müssen die Manager ihr tägliches Augenmerk eben auf die Entwicklung dieser beiden bedeutenden Posten - Gesamterlöse und Gesamtkosten - richten und die günstigsten Maßnahmen ergreifen, da sie sonst leicht Gefahr laufen, daß die Unternehmung Verluste erleidet (Peterson, 1965, S.9-10). Diese Argumentation widerspricht Kaysen (1965, S.42-44) unmittelbar; so ist er der Ansicht, daß die in der Empirie sichtbaren Erlös-Kostenspannen doch erheblich groß sind und somit eben-

falls einen erheblichen Entscheidungsspielraum zulassen. Ferner daß bilanzierte Gewinne lediglich solche Gewinne zeigen, in denen sich bereits wahrgenommene Entscheidungsfreiheiten widerspiegeln und nicht die potentiellen Gewinne darstellen, die den eigentlichen Freiheitsraum bedeuten. Ferner hält er das Überlebensrisiko der Unternehmungen für nicht so bedeutend wie Peterson, da imperfekte Märkte vorherrschen, sodaß geringe Gewinne oder Verluste keine solch starke Bedeutung mehr haben bzw. das Management von dem Erlös-Kostenverhältnis nicht so stark unter Druck gesetzt ist.

a 2) Die Managerialisten halten die Entscheidungsfreiheit, die dominierende Unternehmungen in imperfekten Märkten besitzen, für erheblich. Diese Annahme bestreitet Peterson (1965, S.10-11) mit der Argumentation, daß nicht die im Nachhinein gemessene Marktstellung für die Manager verhaltensrelevant ist, sondern deren Empfindung für die zukünftigen ökonomischen Entwicklungen und ihren Entscheidungsspielraum hierbei - so hält er, eine dominierende Stellung für schneller verloren als gewonnen; d.h. die Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen reduziert den Entscheidungsspielraum unmittelbar.

a 3) Im dritten Argument wirft Peterson den Managerialisten vor, daß sie eigentlich mit ihren Überlegungen wenig Neues eingeführt haben, da bereits das traditionelle Gewinnmotiv komplex ist und nicht zu den "eindeutigen" Entscheidungen führt - das praktische Problem liegt hierbei nicht in der Wahl eines Zieles, sondern in der Wahl der Mittel. Auch bei der Wahl des Gewinnmotivs sind in einer unsicheren Welt, kurz- und langfristige Aspekte gegeneinander abzuwägen, insbesondere muß zwischen einer möglichen Renditenhöhe und der Sicherheit ihres Eintreffens gewählt werden. Dabei erscheint ihm besonders die Verfolgung des Wachstumsziels kaum trennbar vom Gewinnziel, da Gewinne einerseits notwendige Voraussetzungen für

Wachstum sind, andererseits Wachstum die Basis für zukünftige Gewinne (Peterson, 1965, S.11-12). Dieser Argumentation Peterson's kann man jedoch widersprechen, da er hier die Modell - und tatsächliche Welt nicht sauber auseinanderhält. Natürlich erfährt das Gewinnverhalten in der komplexen Situation der tatsächlichen Welt Modifikationen und wird selbst zu einem komplexen Sachverhalt. Dies gilt aber ebenso für die managerіellen Modelle, die zunächst nur in der vereinfachten Theorie - welt entwickelt sind. Aber ob beide Konzepte, die in der Theoriewelt zu unterschiedlichen Ergebnissen führen, in einer komplexeren Situation zur Unterschiedslosigkeit konvergieren, d.h. aus ihnen sich gleiches Verhalten ergibt, ist offen; Konvergenz hieße letztlich, daß globale Ziele nicht verhaltensrelevant sind oder nicht verhaltensrelevant werden, weil äußere Bedingungen Mittelentscheidungen verlangen, die gleich ausfallen unabhängig vom intendierten Globalziel.

a 4) In seinem vierten Argument meint Peterson (1965) daß Manager, selbst wenn sie einen kleinen Raum an Entscheidungsfreiheit hätten, diesen nicht nutzen würden, weil von den für die Unternehmung gesellschaftlich relevanten Gruppen - wie Arbeitnehmer, Kunden, Lieferanten, usw. - Anforderungen an sie gestellt werden, die am ehesten von einer prosperierenden Unternehmung erfüllt werden können: "the worst crime against working people is a company which fails to make a profit" (Samuel Gompers, zit. nach Peterson, 1965, S.12). Dieser Argumentation ist grundsätzlich nicht zu widersprechen, jedoch besagt ja auch keine Variante der Managerialismustheorie, daß die Unternehmung keinen Gewinn machen sollte - vielmehr geht es um das Ausmaß der Gewinnhöhe; ferner ist es ebenso richtig, daß z.B. Gewinne im Hinblick auf die Sicherheit von Arbeitsplätzen auch von Arbeitnehmerseite erwünscht sind, jedoch hieraus eine Interessengleichheit im Hinblick auf das Ausmaß der Gewinnerzielung zu erwarten, geht wohl an

der Wirklichkeit vorbei.

a 5) Weiter fragt sich Peterson (1965, S.12-13), welches Ziel die Manager verfolgen sollten, wenn sie strikt ihr Eigeninteresse verfolgen wollen und gelangt zu dem Ergebnis, daß sie dann den Gewinn als Ziel wählen sollten, weil gerade an ihn die übrigen nutzenbringenden Faktoren gebunden sind - wie Prestige, Macht, Verdienst. Dieses Argument steht nun im Gegensatz zu den Ausführungen von Baumol (1967), Marris (1964) und Williamson (1964), die gerade die alleinige Bindung dieser Faktoren an den Gewinn auflösen. U.E. sind wir hier in einem Bereich, in dem Behauptungen gegen Behauptungen stehen, die alle eine gewisse Stütze aus der Wirklichkeit erfahren, wo aber der Glaube das Übergewicht erhält - je nach Einstellung. Hier werden möglicherweise soziokulturelle Gegebenheiten bestimmend, die räumlich und zeitlich variant sein können und allenfalls über empirische Forschungen zu klären sind.

a 6) Der letzte Argumentationspunkt in dieser Reihe richtet sich gegen die bedeutende Machtstellung großer Unternehmungen im Hinblick auf die Beschaffung, Produktion und Verteilung der Güter, die von Managerialisten unterstellt wird. Hierzu meint Peterson (1965, S.13-14), daß selbst die größten Unternehmungen nicht in der Lage sind, eine solche Macht auszuüben, sondern angesichts der Komplexheit der Märkte selbst nur in einer "Froschperspektive" stehen und mit der Aufrechterhaltung ihres eigenen Überlebens stark genug beschäftigt sind. Grundlage hierfür ist ein ökonomisches System, das von privaten Unternehmungen getragen wird, die sich selbst erhalten. Mit anderen Worten Peterson hält den herrschenden Wettbewerb für ein ausreichendes Regulativ und schließt diese Argumentationskette mit der Auffassung, daß in dem Fall, in dem dennoch Abweichungen vom Gewinnmaximierungsverhalten auftreten, diese allein auf Marktmacht zurückzuführen sind und nicht auf irgendeine Machtverschiebung oder eine andere Ziel-

setzung innerhalb der Unternehmung.

Gegen diese Argumente und Schlußfolgerungen wenden sich Berle und Kaysen. Zunächst hält Berle (1965, S. 31-33) es nicht als ausreichend für einen funktionierenden Wettbewerb, daß das ökonomische System von privaten, sich selbst erhaltenden Unternehmungen getragen wird. Gerade ein solches System sei ständig von der Etablierung von Monopolen bedroht ist, denen heute nur staatliche Aktivitäten entgegen wirken. So ist nach seiner Meinung der Wettbewerb gerade durch Marktmachtüberlegungen gekennzeichnet und in weiten Bereichen der Wirtschaft existiert kein freier Wettbewerb mehr. Ebenso hält Kaysen (1965, S.44-46) große Unternehmungen für typisch und oligopolistische oder monopolistische Märkte für bedeutende Bestandteile des ökonomischen Systems. Und für ihn ist es gerade die Interaktion der daraus resultierenden Macht mit der Unabhängigkeit der Manager von den Eigentümern, die die Frage nach dem Verhalten großer Unternehmungen stellt und somit die Theorie des Managerialismus etabliert.

Hierin klingt bereits an, daß die Managerialisten den Eigentümer in der Rolle eines passiven und ohnmächtigen Aktionärs sehen; gegen dieses Bild wendet sich Peterson (1965, S.18-24) mit folgenden Argumenten:

b 1) Zunächst hält er es für bedenklich, aus der Tatsache, daß viele Kleinaktionäre nur an Dividenden und Aktienpreisen interessiert sind, zu schließen, daß kein Eigentümereinfluß wirksam wird - sondern auch bei solchen Gegebenheiten wird Einfluß ausgeübt, so z.B. schon mit einer kleinen Mehrheit, die in der Hauptversammlung ausreicht oder einen "proxy fight" organisiert. Ja er sieht in dem von Managerialisten oft zitierten Bild des "self-perpetuating body" nicht eine nicht wünschenswerte Gegebenheit, sondern das Ergebnis von Eigentümereinfluß, den

hier die Manager aufgrund ihres Eigentums an einer kleinen Anzahl Aktien ausüben: "Thus the 'self-perpetuating autarchy' need not be identified with nonowning professionals" (Peterson, 1965, S.18).

b 2) Gerade in dem Tatbestand, daß Aktionäre an Dividenden und Aktienpreisen interessiert sind, sieht Peterson (1965, S.18-19) eine Interessenidentität zwischen ihnen und den Managern, deren Ziel die Gewinnerreichung ist - wie er glaubt nachgewiesen zu haben (vgl. Argumente a1-a6). Und daß hierbei die Aktionäre im allgemeinen eine gute Stellung haben, hält er schon dadurch für gegeben, daß so viele Menschen ihr Geld in Aktien anlegen.

b 3) Dennoch sieht er zwei Konfliktpunkte zwischen Managern und Aktionären auftreten. Erstens könnte die Höhe des Gehaltes der Manager einen Konflikt beinhalten - jedoch ist dies seiner Meinung höchstens in kleinen Unternehmungen denkbar, während in großen das Gehalt im Vergleich zum zur Verteilung anstehenden Gewinn ein zu geringer Posten ist, der Auseinandersetzungen lohnt. Zweitens könnte über die Höhe der einbehaltenen Gewinne diskutiert werden; jedoch wird nach seiner Meinung dieser Konflikt demokratisch gelöst, indem die Stimmenmehrheit der Aktionäre darüber entscheidet. Ferner werden auch die Aktionäre davon profitieren, da die interne Verzinsung einbehaltener Gewinne ansehnlich groß ist (Peterson, 1965, S.19-20).

Insgesamt also sorgen der Kapitalmarkt, die gesetzlichen Rechte der Eigentümer und die Pflichten der Manager dafür, daß knappes Kapital im Sinne der klassischen Theorie verteilt wird.

Dem halten Kaysen (1965, S.46-51) und Berle (1965, S.37-40) entgegen, daß 1) die Aktionäre aufgrund ihrer geringen Informationen nicht in der Lage sind, zu beurteilen, ob gefällte oder vorgelegte Entscheidungen des Managements in ihren Interessen stehen; 2) der Kapitalmarkt

nicht perfekt arbeitet, sondern imperfekt und segmentiert; 3) die heutige Stellung des Aktionärs ursächlich nicht aus dem kapitalistischen System resultiert, sondern aufgrund von soziopolitischen Gesichtspunkten erhalten ist - die Börse ist nicht mehr ein Allokationsmechanismus zur Verteilung von Risikokapital, sondern de facto eine soziale Institution geworden, die (passives) Vermögen verteilt (Berle, 1965, S.39).

An der hier skizzierten Kontroverse mag man aus den Argumenten von Peterson (1965) erkennen, daß die Trennung des Eigentums von der Kontrolle nicht mit einer Änderung der Zielsetzung der Unternehmensführung verbunden sein muß. Möglicherweise liegt hierin eine Erklärung, warum die bisherigen empirischen Untersuchungen zur Überprüfung managerieller Thesen uneinheitlich sind.

2. Kritik an den Modellen des Managerialismus

2.1 Umsatz und Wachstum oder Gewinn als entscheidende Determinante des Managereinkommens

In den vorgestellten managerіellen Modellen spielt das Einkommen der Manager eine wichtige Rolle: entweder ist es explizit in die Nutzenfunktion aufgenommen - wie bei Williamson (1964) oder Moreland (1972, S.16) - oder es hilft zur Begründung des gewählten Argumentes der Zielfunktion wie beim Umsatz (Baumol, 1967) oder Wachstum (Marris, 1964)). Am deutlichsten ist dieser Zusammenhang bei Baumol (1967) zu sehen, der als einen Grund für die Umsatzmaximierung das Argument aufführt, daß die Einkommen (Gehälter) der Manager i.d.R. an den Umsatz gebunden sind. Ebenso kann man der Argumentation von Marris (1964) entnehmen, daß durch Wachstum und damit erreichter Größe, auch die finanziellen Wünsche der Manager am ehesten befriedigt werden können. Andererseits behauptet Peterson (1965), daß das Einkommen wohl eher vom Gewinn (oder Rendite) abhängt. Hier stehen Vermutungen gegeneinander, die einer empirischen Überprüfung zugänglich sind, wobei die Ergebnisse einen Hinweis auf die empirische Relevanz der managerіellen oder der klassischen Theorie liefern können. Erwiese sich nämlich der Gewinn (oder die Rendite) als Hauptdeterminante der Managereinkommen, so könnte man daraus schließen, daß entweder die Eigentümer den Managern ein finanzielles Anreizsystem bieten, das ihnen das Abweichen von der Gewinnmaximierung erschwert, oder daß die Manager selbst dem Gewinn einen überragenden Stellenwert zuordnen (Yarrow, 1972, S.155); mit der Konsequenz, daß die übrigen Argumente der Nutzenfunktion der Manager (also außer Einkommen und Gewinn) keine bedeutende Rolle spielen und die Abweichungen zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen insgesamt gering sind.

Eine Reihe empirischer Studien [1] hat sich speziell diesem Sachverhalt gewidmet. Jedoch zeigen die Ergebnisse kein einheitliches Bild. Als erstes sind die Studien von Roberts (1959) und McGuire u.a. (1962) zu nennen, die beide zu dem Ergebnis gelangen, daß das Managereinkommen in erster Linie von der Höhe des Umsatzes abhängt, während der Gewinn (bzw. die Rentabilität) keine bedeutsame Rolle dabei spielt.[2] Diese empirische Stütze für die Managerialismustheorie, speziell für Baumol's Ansatz, wurde erst von den empirischen Ergebnissen von Lewellen und Huntsman (1970) beeinträchtigt, denn diese Autoren finden gerade das Gegenteil bestätigt: der Gewinn oder der Marktwert der Unternehmung sind bedeutsame Determinanten des Einkommens der Manager, während der Erlös keine Rolle spielt, woraus sie schließen, daß Manager eher Gewinne maximieren als Erlöse. Solche widersprüchlichen Ergebnisse verlangen eine Klärung, zumal sich diese Untersuchungen alle auf das Wirtschaftsgebiet der USA beziehen und in etwa der gleiche Zeitraum abgedeckt wird: als Erklärung bieten Yarrow (1972) Smyth u.a. (1975) und Meeks und Whittington (1975) vor allem unterschiedliche Modellspezifikationen, unterschiedliche statistische Verfahren und unterschiedliche Stichprobengrössen an.

Danach bleiben zunächst zwei Studien zu berücksichtigen, die sowohl großzahlig sind als auch die angeführten statistischen Probleme zu berücksichtigen versuchen: die Studien von Smyth u.a. (1975) und von Meeks und Whittington (1975).

---

1) Z.B. Roberts (1959), McGuire u.a. (1962), Williamson (1964), Baker (1969), Lewellen und Huntsman (1970), Larner (1970) Masson (1971), Yarrow (1972), Ciscel (1974), Meeks und Whittington (1975), Smyth (1975), McKean und Monsen (1975), McEachern (1975).

2) Auch McKean und Monsen (1975) kommen im wesentlichen zu diesem Ergebnis.

(1) Smyth u.a. (1975, S.74-79) regressieren das Einkommen der Manager auf Erlös und Gewinn für 557 US-Gesellschaften (im Jahre 1971). Dabei stellen sie fest, daß in ihrem Ansatz Heteroskedastie vorliegt, d.h. die Variable Managereinkommen zeigt systematisch größere Varianzen je größer die Unternehmen sind. Daher schätzen sie eine gewichtete Regression und benutzen als Gewicht diejenige Potenz des Gesamtkapitals bei der in ihrer Stichprobe die Heteroskedastie beseitigt wird.[1] Ihr Ergebnis zeigt, daß sowohl Gewinn als auch Erlös einen hoch signifikanten Einfluß auf die Bezahlung der Manager haben; ihr quantitatives Ergebnis legt dabei nahe, daß die "Chief Executives" für eine Gewinnsteigerung um $1000 einen Einkommenszuwachs von $1,073 erhalten während eine Umsatzsteigerung von $1000 mit $0,025 belohnt wird; daraus schließen die Autoren, daß " ... the firm has a utility function that includes both sales and profits" (Smyth u.a., 1975, S.79).

(2) Ein ähnliches Ergebnis haben auch Meeks und Whittington (1975) erhalten, die 1008 Gesellschaften in Großbritannien für die Jahre 1969-1971 untersucht haben. Sie regressieren das Managereinkommen auf den Logarithmus der Unternehmung und die Rendite, wobei sie also unterstellen, daß das Einkommen eine lineare Funktion des prozentualen Wachstums und der Rendite ist. Auch Meeks und Whittington erhalten für beide Regressoren hochsignifikante Koeffizienten; woraus sie folgende plausible Schlüsse ziehen (1975, S.10-11):

- die Größe der Unternehmung bestimmt das Niveau der Managereinkommen;
- bei einer gegebenen Größe der Unternehmung bestimmen das Wachstum (der Größe) und die Rentabilität die Variation des Managereinkommens, wobei das Wachstum keinen erheblicheren Einfluß hat;

---

1) Das Gewicht ist bei Smyth u.a. (1975, S.78) genau: Gesamtkapital hoch 0.8; diese Vorgehensweise ist detailliert beschrieben in Abschnitt X.

- jedoch ist das Wachstum mit einem "Ratchet Effect" auf das Einkommen verbunden, da es das Niveau erhöht, während eine hohe Rentabilität nur solange das Einkommen erhöht, solange sie aufrecht erhalten werden kann.

Hinzuzufügen bleibt, daß die Autoren als Größenmaß den Umsatz verwendet haben; daneben haben sie aber auch alternativ als Größenmaß die Bilanzsumme und den Mehrwert benutzt, wodurch die Ergebnisse nicht entscheidend verändert wurden (Meeks und Whittington, 1975, S.2 und 12).

Diese neueren Untersuchungen lassen also keinen generellen Schluß pro managerielle Theorie oder pro klassische Theorie zu, sondern ihre Ergebnisse sind im Einklang mit beiden Theorien. Es stellt sich jedoch die Frage, ob mit einem Ansatz, wie er den bisher dargestellten zugrunde liegt, überhaupt zwischen den beiden alternativen Theorien unterschieden werden kann. So ist es schwierig aus den numerischen Ergebnissen eines Ansatzes auf das Vorherrschen von manageriellen oder klassischen Anreizen zu schliessen, solange beide Variablen einen nachweisbaren Einfluß aufzeigen - wie die empirischen Ergebnisse nahelegen. Denn sowohl die gewinnorientierte wie die wachstumsorientierte Unternehmung wählt eine Kombination aus Gewinn und Wachstum zur Verfolgung ihres Zieles und man wird somit erwarten dürfen, daß auch beide Komponenten in das Entlohnungssystem eingehen sollten und nachweisbar sind. Das Wesentliche dabei ist jedoch, in welchem Verhältnis diese beiden Komponenten zueinander stehen: so wird man erwarten, daß gewinnorientierte Unternehmungen stärker den Gewinn und wachstumsorientierte stärker das Wachstum betonen. Errechnet man im empirischen Test - ohne eine Gruppierung der Unternehmen nach ihrer Kontrolle - nur eine Kombination der beiden Komponenten, so hat man aber keinen Vergleichsmaßstab (die "gewinnoptimale" oder die "wachstumsoptimale" Kombination), um sie entsprechend zu beurteilen, da das a-priori Wissen keine genauen Angaben über das Verhältnis der beiden Komponenten macht. Ein Ausweg aus diesem Dilemma bietet sich dadurch an, daß man zu-

sätzlich die Stichprobe in eigentümer- und managerkontrollierte Unternehmungen teilt und prüft, ob zwischen diesen Gruppen Unterschiede im Entlohnungssystem bestehen. Dies scheint ohnehin der geeignetere Test zu sein, da man erwarten darf, daß in diesen beiden Unternehmenstypen das Anreizsystem auch verschieden gewählt wird.

Einen entsprechenden Ansatz hat McEachern (1975, S.67-84) vorgelegt indem er u.a. speziell folgende Hypothesen prüft:

(a) Das Managereinkommen ist in eigentümerkontrollierten Unternehmen stärker an Gewinn (und Marktwert) gebunden als in managerkontrollierten Unternehmen.

(b) Das Managereinkommen ist in eigentümerkontrollierten Unternehmen schwächer an Erlös gebunden als in managerkontrollierten Unternehmen.

Beide Hypothesen werden durch die empirischen Ergebnisse McEachern's (1975, S.79-83) bestätigt.

Als Fazit dieser Erörterungen können wir somit festhalten, daß eine exklusive Bindung der Managereinkommen an Gewinn oder Umsatz nicht vorliegt, sondern daß beide Größen zu den Determinanten des Einkommens gehören; und ferner wurde die plausible Vermutung empirisch erhärtet, daß die kontrollierende Gruppe im Unternehmen die Einkommensanreize so festlegt, daß ihre Ziele auch verfolgt werden. Das legt die Vermutung nahe, daß sich eigentümerkontrollierte und managerkontrollierte Unternehmen auch im realisierten Erfolg unterscheiden.

2.2 Das Argument der Freizeit in der manageriellen Nutzenfunktion und resultierende Ineffizienz

Moreland (1972, 1974) hat in einem allgemeinen manageriellen Modellansatz in die Nutzenfunktion der Manager die Freizeit aufgenommen und daraus folgend Ineffizienzen im Einsatz der Produktionsfaktoren zugelassen mit dem Ergebnis, daß es - im Gegensatz zu den übrigen manageriellen Modellen - möglich ist, daß Manager weniger Einsatzfaktoren einsetzen als Gewinnmaximierer. Im folgenden soll untersucht werden, in wieweit diese Argumente zu einer Klärung der erwarteten Unterschiede zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen beitragen können.

(1) Die Einführung der Freizeit in die Zielfunktion (oder Nutzenfunktion) der Unternehmung ist keine spezifische Eigenschaft des Managerialismus, sondern wurde schon von Scitovszky (1943)[1] in die Nutzenfunktion des Eigentümerunternehmers eingeführt, wobei er die Frage untersucht, unter welchen Gegebenheiten fällt das Gewinnmaximum der Unternehmung gerade mit dem Nutzenmaximum des Eigentümerunternehmers zusammen, sofern dessen Nutzenfunktion als Argumente Gewinn und Freizeit enthält. Dabei kommt er zu dem Ergebnis, daß dies nur dann zutrifft, wenn die marginale Substitutionsrate zwischen Gewinn und Freizeit unabhängig von der Gewinnhöhe ist; d.h. der Eigentümerunternehmer ist bereit, z.B. für 200 DM einen weiteren Tag zu arbeiten, unabhängig davon ob er ein Einkommen (Gewinn) von 40.000 DM p.a. oder 200.000 DM p.a. erwirtschaftet. Während Scitovszky (1943, S.59-60) psychologische und soziologische Motive heranzieht, um zu zeigen, daß eine Nutzenfunktion mit den obigen Eigenschaften durchaus ein realistisches Abbild der Nutzenfunktion des Eigentümerunternehmers sein kann, gelingt es Ng (1974) in seiner nur leicht geänderten Analyse nachzuweisen, daß eine solch

---

1) Zu diesem Sachverhalt: Scitovszky (1943), Ladd (1969), Olsen (1973), Ng (1974).

restringierende Annahme über die Nutzenfunktion nicht notwendig ist für das Zusammenfallen von Gewinn - und Nutzenmaximum; es genügt, daß die Indifferenzkurven der Nutzenfunktion die normalen Eigenschaften haben, wenn die Unternehmensleitung managerielle Leistung kaufen kann. Demnach begründet also das Freizeitargument keine Abweichung vom gewinnmaximalen Verhalten für Eigentümerunternehmer. Und da die Analyse von Ng (1974, bes. S.97-101) analog für Manager an der Unternehmensspitze - sofern ihre Nutzenfunktion ebenfalls Einkommen und Freizeit beinhaltet - angewendet werden kann, begründet das Freizeitargument allein auch für managerkontrollierte Unternehmen noch keine Abweichung von der Gewinnmaximierung.

(2) Der entscheidende Punkt in den Ausführungen Moreland's (1974) ist jedoch, daß er einen unmittelbaren Zusammenhang zwischen der Freizeit (bzw. Arbeitszeit) der Manager und der Ineffizienz (bzw. Effizienz) ihrer Unternehmung herstellt; nämlich je geringer die Arbeitszeit (bzw. Arbeitsanstrengung) umso größer die Ineffizienz der Unternehmung. Unter dem Begriff Ineffizienz versteht er dabei speziell die X-Ineffizienz wie sie Leibenstein (1966, 1969) entwickelt hat. X-Ineffizienz bedeutet im wesentlichen, daß eine Unternehmung bei höheren Kosten produziert als notwendig, weil der Faktor Arbeit (einschließlich des dispositiven Faktors) nicht so angestrengt arbeitet, wie er könnte. Nach Leibenstein (1966, S.413) tritt diese Situation vor allem in monopolistischen Unternehmen auf, während in Unternehmen, die starkem Wettbewerb ausgesetzt sind, der Faktor Arbeit ebenfalls einem starken Druck ausgesetzt ist, sodaß solche Ineffizienzen in geringerem Ausmaß (oder gar nicht) auftreten. Ob oligopolistische Unternehmen ebenfalls aufgrund der X-Ineffizienz mit höheren Kosten produzieren als wettbewerbliche, beantwortet Leibenstein (1973, S.777) jedoch sehr vorsichtig mit dem Hinweis, daß ein Oligopol approximativ als Monopol betrachtet werden kann, wenn die

Oligopolunternehmen untereinander in Kollusion treten.[1] Nach diesen kurzen Ausführungen zur X-Ineffizienz wird nun auch die Konzeption Moreland's (1972, 1974) klar: dort führen die Manager solche Unternehmen, auf die weder von einem starken Wettbewerb noch von einer starken Eigentümergruppe ein großer Gewinndruck ausgeübt wird. Haben nun diese Manager zusätzlich eine positive Präferenz für Freizeit (bzw. nicht so angestrengtes Arbeiten) so wird sich diese Tendenz in der ganzen Unternehmung auf den Faktor Arbeit fortsetzen, wodurch X-Ineffizienz entsteht mit der Folge geringerer Gewinne im Vergleich zum Gewinnmaximierer. Dabei hängt es von dem speziellen Verlauf der Gewinn- und Indifferenzkurven ab, ob die Manager mehr oder weniger Einsatzfaktoren beschäftigen als Gewinnmaximierer.[2] So einsichtig das hier gefolgerte Ergebnis unter den gegebenen Annahmen auch ist, stellt sich doch die Frage, ob damit ein speziell managerielles Problem beschrieben ist und damit vor allem: ob es genügt, daß ein gewinnmaximierender Eigentümerunternehmer an der Spitze der Unternehmung steht, um X-Ineffizienzen zu vermeiden.

---

1) Leibensteins Ausführungen sind nicht ohne Kritik geblieben, insbesondere die Frage, ob die X-Effizienz ein nützliches und notwendiges Konzept im Vergleich zur allokativen Effizienz ist. Vgl. hierzu: Leibenstein (1966, 1969, 1973, 1975), Comonar und Leibenstein (1969), Crew und Rowley (1971), Parish und Ng (1972), Levin und Müller (1973), Schwartzman (1973), Stigler (1976).

2) In einem speziellen Fall ist es jedoch bei Moreland (1974, S.12-13) möglich, daß Manager mehr Arbeitseinsatz erbringen als gewinnmaximierende Eigentümer (also eine höhere X-Effizienz aufweisen), nämlich wenn ihre Wahl zwischen Einkommen (Gewinn) und Freizeit unabhängig von der Höhe ihres Einkommens ist (wie bei Scitovszky (1943)) und sie zusätzlich die Präferenz haben, mehr Einsatzfaktoren einzusetzen als unter den gegebenen Bedingungen für das Gewinnmaximum (und in diesem Fall stets auch das Nutzenmaximum) notwendig ist. Während Scitovszky (1943) eine solche Nutzenfunktion (im Hinblick auf Freizeit und Gewinn bzw. Einkommen) plausibel machen kann für Eigentümerunternehmer, erscheint sie für Manager unplausibel zu sein, insbesondere weil für Manager Einkommen und Gewinn nicht identisch sind.

Zunächst ist festzuhalten, daß Leibenstein (1966, 1969, 1973, 1975) seine Konzeption unabhängig von der Eigentümer-Managerproblematik entwickelt hat, also generell eine X-Ineffizienz für Monopolunternehmen im Vergleich zu wettbewerblichen Unternehmen erwartet, woraus man folgern kann, daß ein Eigentümerunternehmer allein an der Spitze einer Unternehmung noch kein Garant für X-Effizienz ist.

Diesen Gedanken haben Crew u.a. (1971) aufgegriffen und sich die Frage gestellt, wie sich ein gewinnmaximierender Monopolist in einer (Modell-) Welt verhalten soll, in der explizit X-Ineffizienz zugelassen ist. In ihrem Modell kann die X-Ineffizienz reduziert werden, indem neben den "normalen" Kosten für die Einsatzfaktoren Kosten zur Motivierung der Mitarbeiter zu härterem und effektiverem Arbeitseinsatz eingesetzt werden - solche Kosten rühren z.B. von Prämien - und Bonussystemen, engerer Kontrolle, Einsatz von Beratern usw. und werden im Sinne der Gewinnmaximierung solange eingesetzt bis ihr marginaler Kostenzuwachs gerade gleich ist der dadurch bei den übrigen Kosten gewonnenen marginalen Einsparung. Ohne auf das Modell von Crew u.a. (1971) genauer einzugehen, läßt sich somit festhalten, daß es sich vom klassischen Gewinnmaximierungsmodell dadurch unterscheidet, daß die Kosten erst innerhalb des Modelles "minimiert" werden, während im klassischen Modell nur die minimalen Kosten selbst eingehen; oder daß in ihrem Modell besonderer Wert auf den Faktor Arbeit gelegt wird, der quasi als Potentialfaktor beschafft wird und dessen optimale Leistung erst durch den Einsatz weiterer Faktoren erreicht wird, wobei diese Optimierung erst endogen geschieht. Somit hängt die Frage, ob man X-Ineffizienz explizit berücksichtigt in erster Linie von der Komplexität des gewählten Modelles ab und ist nicht ein eigentümlicher Bestandteil der Managerialismustheorie.

Fassen wir hier also kurz zusammen: X-Ineffizienz - wenn man mit diesem Konzept arbeiten will - trifft alle Unternehmensformen und läuft letzten Endes auf das Problem der Organisationsgestaltung hinaus: eine Aufgabe, die von der Unternehmensführung - ob mit Managern oder Eigentümern besetzt - entsprechend ihrer Zielsetzung zu lösen ist. Demnach werden Unterschiede in der Organisationsgestaltung und daraus folgende unterschiedliche Leistungsbündel von den unterschiedlichen Zielsetzungen abhängen. In einem allgemeinen Sinne können jetzt aber in keiner Unternehmung mehr Ineffizienzen auftreten, da jeder versuchen wird seine Organisation "optimal" im Hinblick auf sein Ziel zu gestalten; speziell dagegen - wenn als effizient nur die mit dem Gewinnmaximum in Einklang stehende Organisationsgestaltung gemeint ist - sind alle übrigen Formen ineffizient; eine solche Auffassung bringt aber ebenfalls keine zusätzlichen Erkenntnisse; zur Analyse der unterschiedlichen Unternehmenstypen genügen nach wie vor die unterschiedlichen Zielsetzungen.

(3) Damit ist nachgewiesen, daß das Konzept der X-Ineffizienz in der Eigentümer-Managerproblematik keine analytischen Vorteile bietet und es bleibt zu klären, ob das Argument der Freizeit in der managerieller Nutzenfunktion in der weiteren Analyse berücksichtigt werden soll. Dies erscheint jedoch nicht sinnvoll, da schon vorne unter Verweis auf Ng (1974) angeführt wurde, daß es z.B. für einen Eigentümerunternehmer immer lohnt, sein Unternehmen im Gewinnmaximum zu beschäftigen und seine Wahl zwischen Freizeit und Einkommen unabhängig davon durch Kauf oder Verkauf von managerieller Leistung zu optimieren. Eine solche Verhaltensweise ist auch für Manager möglich, indem sie nämlich ihre Ziele setzen und verfolgen und ihren Arbeitseinsatz durch den Zukauf managerieller Leistung (z.B. die Hilfe eines Assistenten) im gewünschten Ausmaß halten. Da also das Freizeitmotiv in den relevanten Bereichen die eigentlichen Unternehmensziele nicht behindert, soll es im weiteren vernachlässigt werden.

2.3 Mehr Realismus in den Motiven nur für die Gruppe der Manager

Unter den Managerialisten betont vor allem Williamson (1964, S.26), daß seinen theoretischen Erörterungen - gegenüber der klassischen Theorie - ein größeres Ausmaß an Realismus im Hinblick auf die Motive der Mitglieder der Geschäftsführung zugrunde liegt. Da er gleichzeitig als Mitglieder der Geschäftsführung im engeren Sinn nur Manager betrachtet, erweckt dies den Anschein, als ob realistischere Motive nur den Managern zugeschrieben werden (könnten); d.h. nur für die Manager sind bei der Erstellung einer realistischen Nutzenfunktion neben monetären Argumenten auch nicht-monetäre zu berücksichtigen - wie Sicherheit, Status, Macht, Prestige, soziale Belange und Professionalismus. Es ist offensichtlich, daß für eine solche Haltung wenig spricht und Williamson (1964, S.23-24) weist daher selbst darauf hin, daß ein Eigentümer an der Spitze der Unternehmung in seiner Rolle als Manager ebenfalls nicht-monetäre Ziele verfolgen könnte; ohne jedoch eine genauere Vermutung zu äußern, ob nun Gewinn oder nicht-monetäre Ziele überwiegen werden. Auch Marris (1964, S.10) äußert sich ähnlich: "There is nothing in the rules of traditional capitalism to require an owner-manager to exclude all forms of satisfaction other than money".

Da beide Autoren jedoch die Absicht haben, eine managerielle Theorie zu entwerfen und nicht Modifikationen zur klassischen Theorie, haben sie keinen revidierten Modellansatz der klassischen Theorie entwickelt. Vom Standpunkt der Theorie ist dies auch kein Nachteil, da der rein managerielle Ansatz die extreme Position zum Gewinnmaximierungsmodell darstellt und sich Differenzen aus alternativen Konzepten klarer aus extremen Positionen deduzieren lassen. Bei der empirischen Überprüfung der Modelle gegeneinander jedoch sollte man bemüht sein, den gleichen Grad an Realität in beiden Ansätzen zugrunde zu legen. Diese Forderung könnte bedeutsam sein bei der Operationalisierung der Un-

ternehmenskontrolltypen, denen unterschiedliche Zielsetzungen unterstellt werden. So werden normalerweise die beiden Gruppen manager- und eigentümerkontrollierte Unternehmen gebildet unter Verwendung der prozentualen Aktienkonzentration als Maß. Man wird jedoch eine Störung dieses Maßes erwarten dürfen, und zwar in beiden Gruppen: (1) in der Gruppe der managerkontrollierten Unternehmen könnte man weiter danach trennen, ob die Manager selbst Aktien an der Unternehmung halten oder nicht; denn diejenigen, die Aktien halten, werden c.p. stärker am Gewinn der Unternehmung orientiert sein, da sie über Prämien hinaus Einkommen aus Dividenden und Wertsteigerung beziehen, das nicht unbedeutend im Vergleich zum übrigen Einkommen sein muß;[1] (2) andererseits könnte man in der Gruppe der eigentümerkontrollierten Unternehmen weiter danach trennen, ob die Eigentümer an der Geschäftsleitung beteiligt sind oder nicht; denn diejenigen Eigentümer, die gleichzeitig in der Geschäftsleitung tätig sind (sogenannte Eigentümerunternehmer), werden c.p. in stärkerem Ausmaß nicht-monetäre Ziele betonen als die "reinen" Eigentümer, da sie ebenso wie Manager Nutzen aus ihrer Tätigkeit und ihrer unmittelbaren Umgebung haben werden; ferner haben sie ebenso die Möglichkeit einen Teil ihres Einkommens als Kosten zu verschleiern und somit den Gewinn zu reduzieren und Steuern zu sparen.
Wie bedeutsam allerdings dieser Einwand gegen die o.g. "Einfachklassifizierung" ist, hängt von der Beantwortung folgender Fragen ab:

(1) Wie groß ist der Unterschied zwischen der Gruppe der Manager und der Eigentümerunternehmer bei der Wahl eines Zielbündels, in dem monetäre und nicht-monetäre Ziele enthalten sind.

(2) Wie stark können Eigentümer, die nicht an der Geschäftsführung beteiligt sind, ihre Ziele durchsetzen bzw. gegenläufige Ziele des angestellten Managements unterdrücken.

---

1) So berichtet z.B. Lewellen (1969) für die USA, daß der Anteil des Managereinkommens, das aus Dividenden und Wertsteigerungen herrührt 1/2 - 2/3 der Gesamtbezüge ausmachen (Grundlage dieser Aussage:50 der 100 größten US-Unternehmen

In der managerieIlen Theorie gibt es zur Beantwortung dieser Fragen nur plausible Vermutungen, die relative oder qualitative Unterschiede vorhersagen lassen, aber nicht das quantitative Ausmaß des Unterschiedes, das letztendlich nur über empirische Untersuchungen herausgefunden werden könnte.[1] In Abwesenheit solcher Untersuchungen nehmen wir eine formale Analyse vor, die in der Lage ist dieses Problem zu erhellen.
Dazu benötigen wir folgende Annahmen, die den o.g. Argumenten folgen:

(1) Eigentümer, die nicht an der Geschäftsleitung beteiligt sind, sind ausschließlich am Gewinn orientiert; sie können dieses Ziel umso stärker durchsetzen, je konzentrierter das Eigentum ist.

(2) Mitglieder der Geschäftsleitung verfolgen ein Zielbündel, in dem der Gewinn einen geringen Wert hat und eigene nicht-gewinnorientierte Ziele in den Vordergrund treten; mit zunehmendem Eigentum der Geschäftsleitung an der Unternehmung wächst jedoch die relative Bedeutung des Gewinnzieles.
Demnach ist das Ausmaß der Gewinnorientierung einer Unternehmung eine Funktion der Konzentration des Anteils des Eigentums, der nicht im Besitz der Geschäftsleitung ist und des Anteils des Eigentums,das der Geschäftsleitung gehört.

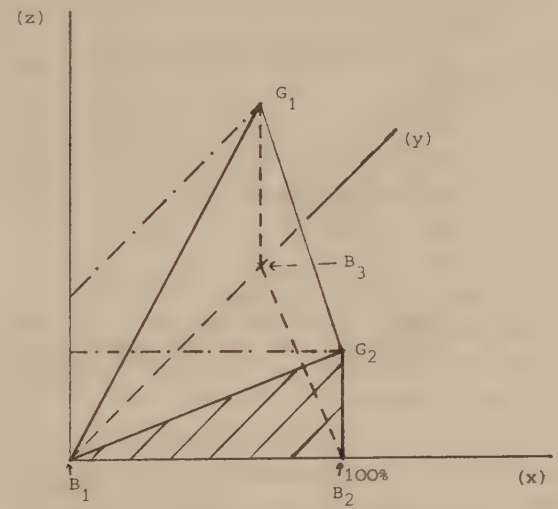
Desweiteren nehmen wir an, daß der Zusammenhang kontinuierlich wirkt und wählen in der folgenden Analyse der Einfachheit halber einen linearen Zusammenhang; dabei sind drei alternative Fälle denkbar:

---

1) Gemeint sind hier solche Untersuchungen, die zunächst einmal feststellen, ob überhaupt den a priori Erwartungen entsprechende unterschiedliche Ziele geäußert und verfolgt werden; ob systematische Unterschiede zwischen den Gruppen existieren; ferner ob wie vermutet, unterschiedliche Freiheitsräume, die Ziele zu verfolgen, existieren und ob diese Freiheitsräume systematisch mit den Eigentumsverhältnissen verbunden sind. Untersuchungen dieser Art existieren jedoch nicht.

1. Fall: die Gewinnorientierung ist am stärksten ausgeprägt, wenn das (besitzlose) Management einer 100 %-igen Konzentration des Eigentums gegenübersteht, d.h. sie ist stärker als wenn ein 100 %-iger Eigentümer die Unternehmung selbst leitet.
2. Fall: die stärkste Gewinnorientierung wird realisiert, wenn entweder das (besitzlose) Management einer 100 %-igen Konzentration des Eigentums gegenübersteht oder wenn ein 100 %-iger Eigentümer die Unternehmung selbst leitet.
3. Fall: die Gewinnorientierung ist am stärksten ausgeprägt, wenn ein Eigentümerunternehmer (mit 100 %- igem Besitz) die Unternehmung führt, d.h. sie ist stärker als wenn das (besitzlose) Management einer 100 %-igen Konzentration des Eigentums gegenübersteht.

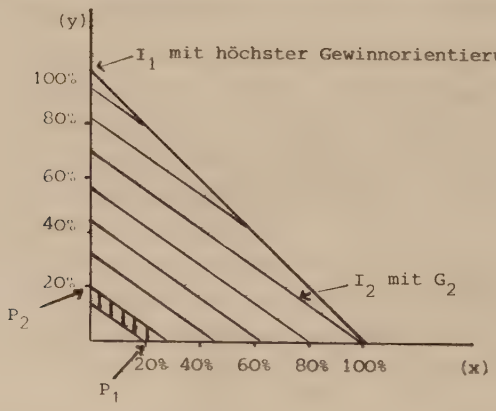
Abbildung IV-1:Gewinnorientierung-1. Fall



In Abbildung IV-1 ist der 1. Fall dargestellt; auf der x-Achse ist der konzentrierte Anteil des Managements am Eigentum der Unternehmung abgetragen; auf der y-Achse derjenige konzentrierte Anteil des Eigentums, der nicht in Händen der Geschäftsführung ist. Zur Verdeutlichung: Punkt B_1 beschreibt eine Besitzverteilung, in der das Eigentum ganz gestreut ist; Punkt B_2 beschreibt eine Besitzverteilung, in der das Eigentum zu 100 % dem Management gehört (Eigentümerunternehmer) und Punkt B_3 eine Besitzverteilung, in der dem Management ein 100 %-iger Eigentümer gegenübersteht. Auf der z-Achse ist das Ausmaß der Gewinnorientierung der Unternehmung abgetragen.

Annahmegemäß gilt jetzt im 1. Fall, daß die Gewinnorientierung der Unternehmung am stärksten ausgeprägt ist, wenn das Management einer 100 %-igen Konzentration des Eigentums gegenübersteht; d.h. über B_3 ist das Ausmaß der Gewinnorientierung am größten (dargestellt durch G_1).
Eine bessere Interpretation des dargestellten Sachverhaltes wird möglich, wenn man in gewohnter Weise eine Projektion in den zweidimensionalen Raum wie in Abbildung IV-2 vornimmt. x- und y-Achse behalten die gleiche Bedeutung, während das Ausmaß der Gewinnorientierung nun in "Iso-Gewinnorientierungslinien" abgebil-

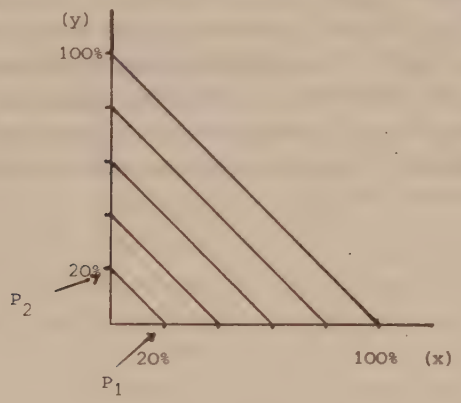
Abbildung IV-2 : Gewinnorientierung - 1. Fall



det ist, die ein umso höheres Maß an Gewinnorientierung anzeigen, je weiter sie vom Ursprung entfernt sind;sie liegen parallel zueinander. Zum Vergleich mit Abbildung IV-1 sind die beiden Linien I_1 und I_2 mit dem Niveau G_1 und G_2 besonders herausgehoben, wobei I_1 zu einem Punkt degeneriert ist. Mit der Abbildung IV-2 läßt sich nun zeigen, daß - unter den gesetzten Annahmen - die Messung der Gewinnorientierung an der Konzentration des Aktienanteils zwar nicht perfekt ist, aber einen Niveaubereich identifiziert, innerhalb dessen erst die Information - Aktienanteil in Händen der Geschäftsführung oder nicht - weiter differenziert; in Abbildung IV-2 ist dies beispielhaft für die Beobachtung eines 20-Prozent Anteils dargestellt, wobei P_1 den Fall widerspiegelt, daß die Geschäftsführung den konzentrierten

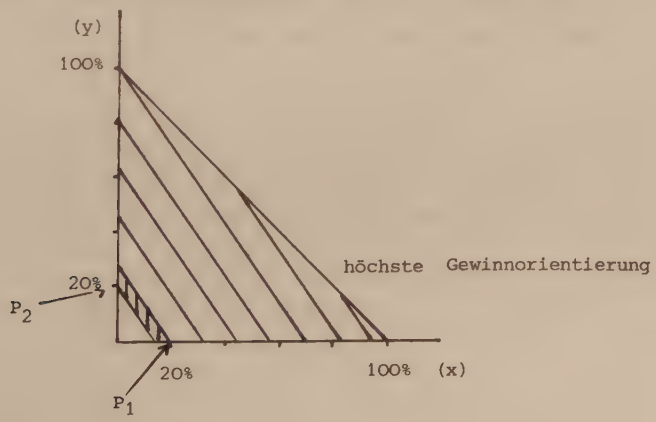
20 % - Anteil hält, während P_2 den Fall zeigt, daß dieser 20 % - Anteil extern gehalten wird.
Für den 2. Fall zeigt die Analyse, daß die Messung des Ausmaßes der Gewinnorientierung an der Konzentration des Aktienanteiles sogar perfekt ist, denn nun sind die "Iso-Gewinnorientierungslinien" parallel zur 45^{o} Diagonalen. (Vgl. Abbildung IV-3).

Abbildung IV-3 : Gewinnorientierung - 2. Fall



In Abbildung IV-4 ist der 3. Fall dargestellt, der dem 1. Fall entgegengesetzt ist; wiederum indiziert die Konzentration des Aktienanteils wenigstens einen Niveaubereich.

Abbildung IV-4 : Gewinnorientierung - 3. Fall



Aus dieser Analyse mag man somit vorsichtig schliessen, daß zur Messung des Ausmaßes der Gewinnorientierung die Bestimmung des konzentrierten Aktienanteils genügt, da das Merkmal "Beteiligung an der Geschäftsführung" darüberhinaus relativ wenig differenziert. Diese Schlußfolgerung trifft umso eher zu, je enger die Aktualisierung der Gewinnorientierung in den beiden Situationen - 100 %-Aktienanteil mit oder ohne Beteiligung an der Geschäftsführung - zusammenliegt (also Annäherung an Fall (b); und man wird ein "enges" Zusammenliegen erwarten dürfen, da beim reinen Eigentümer eine Dämpfung der Gewinnorientierung (der Unternehmung) durch die Delegation der Geschäftsführung eintritt, während beim Eigentümerunternehmer das Gleiche eintritt, weil er auch nicht gewinnorientierte Ziele betont.

3. Empirischer Nachweis von Unternehmungszielen

Bereits im letzten Abschnitt wurde darauf hingewiesen, daß die Managerialisten bisher keinen Versuch unternommen haben, die von ihnen unterstellten Annahmen bezüglich der Divergenz der Ziele (oder Motive) der Manager gegenüber Eigentümerunternehmern empirisch direkt zu überprüfen. Dagegen gibt es im Bereich der Zielforschung eine ganze Reihe empirischer Untersuchungen [1], die zunächst einmal feststellen wollen, welche Ziele Unternehmungen verfolgen. Gegen diese Untersuchungen gibt es methodologische Einwände [2], auch im Hinblick auf die Repräsentativität der Schlüsse, worauf im Rahmen dieser Arbeit jedoch nicht im einzelnen eingegangen werden kann - was bedeutet, daß die folgenden Berichte vorsichtig zu interpretieren sind.

(1) Zunächst sei auf Bilkey (1973) verwiesen, aus dessen Analyse empirischer Studien man zu dem Ergebnis gelangen kann, daß Gewinn und Wachstum einen überragenden Stellenwert innehaben (Vgl. Übersicht IV-1). Andererseits weist diese Zielliste (in Übersicht IV-1) keine klare Struktur aus: so steht z.B. das sektorale Absatzziel "Marktanteil" vermutlich in einer Mittelbeziehung zum Gewinnziel [3], während das Ziel "Sicherheit" in einer Rivalitätsbeziehung zum Gewinnziel steht in Anbetracht einer mit Unsicherheit behafteten Umwelt; ebenso ist diese Liste keineswegs vollständig. Darüberhinaus kann man ihr nicht entnehmen, ob für eine Unternehmung stets nur ein Ziel identifiziert

---

1) Vgl. Hauschildt (1975) bzw. Hauschildt (1977, S.25-26); ferner S. 200-202, auf denen Hypothesen zur Zielbildung in Abhängigkeit vom Ausmaß der Trennung des Eigentümers von der Unternehmensleitung abgeleitet sind. Die dazu gehörenden statistischen Ergebnisse zeigen sich jedoch nicht bedeutsam (S.303).

2) Vgl. z.B. Hauschildt (1970), Heinen (1970).

3) Vgl. z.B. Heinen (1971, S.125-132).

Übersicht IV-1 : Empirisch identifizierte Unternehmungsziele [1]

Unternehmungsziele	Untersuchung 1	2	3	4	5	6	7	8	9
1 Überleben			x						
2 Gewinn	x	x	x		x	x	x	x	x
3 Wachstum	x	x	x		x	x	x	x	x
4 Produktqualität		x	x	x	x				
5 Sicherheit			x						x
6 Marktanteil	x								x
7 Preisstabilität	x		x						
8 Unabhängigkeit			x						
9 Macht			x						
10 Interne Kooperation		x							
11 Soziale Ziele für Angestellte					x				
12 Soziale Ziele für Kommune			x						
13 Soziale Ziele für Gesellschaft			x						x

Anmerkung:

1 Kaplan u.a. (1958)
2 Ramström (1959)
3 Johnsen (1968)
4 Gutenberg (1959)
5 Dent (1959)
6 Wärneryd (1957)
7 Kuh (1963)
8 Katona u. Morgan (1952)
9 Bilkey (1973)

wurde oder mehrere bzw. in welchem Verhältnis die identifizierten Ziele einer Unternehmung stehen - diese "Mängel" sind natürlich die Folge der mehr oder minder zufälligen Zusammenstellung verschiedener Untersuchungen mit unterschiedlichen Untersuchungsschwerpunkten. Daher sind die folgenden Schlüsse Bilkey's (1973, S.629-633)

1) Aus Bilkey (1973, S.630).

bedeutsamer:

- es existieren zwei Klassen von Unternehmungszielen: generelle und operative, wobei die letzteren aus den ersteren abgeleitet sind;

- nicht alle operativen Ziele lassen sich jeweils einem generellen Ziel zuordnen (wie z.B. der langfristigen Gewinnmaximierung); dies liegt u.a. an der mangelnden Genauigkeit eines solchen generellen Zieles;[1] daher ist es notwendig sich nicht mit einem Ziel, sondern einem Zielkomplex zu befassen;[2]

- der Zielkomplex einer Unternehmung wird vermutlich von der Umwelt wie von intraorganisationellen Gegebenheiten beeinflußt, woraus eine zeitliche Varianz folgt.

Angesichts der hier skizzierten Komplexheit der Unternehmungsziele erscheinen die früher dargestellten Unternehmungsmodelle relativ "naiv", wie z.B. die Modelle von Baumol (1967) oder Marris (1964) oder das klassische Modell. Dennoch erscheint es im Zusammenhang dieser Arbeit sinnvoll an der Fiktion einer wenig komplexen Zielstruktur festzuhalten, indem im Hinblick auf den Zielkomplex oder das Zielsystem der Unternehmung wie folgt argumentiert wird: zwar existiert für jedes Unternehmen vermutlich ein Zielkomplex, in dem generelle Ziele und aus ihnen abgeleitete operative Ziele eingehen, wobei die letzteren die zu ergreifenden Aktivitäten in Abhängigkeit der Situation steuern, aber man kann annehmen - in entsprechender Interpretation der Managerialisten -, daß sich die beiden Unternehmungskontrolltypen (eigentümerkontrollierte vs. managerkontrollierte) systematisch in dem Wert unterscheiden,[3] der den verschiedenen generellen Zielen zugeordnet wird (wie z.B. Gewinn oder Wachstum), wodurch sich schließlich auch die Gewichtung

---

1) Vgl. z.B. Berthel (1973, S.92-97) oder Bidlingmaier (1964, S.87).

2) Vgl. z.B. Hauschildt (1970, S.546).

3) Diese Konzeption wird schon bei Williamson (1964) deutlich.

der operativen Ziele und die von ihnen gesteuerten Aktivitäten systematisch unterscheiden sollten.

(2) Aus der Liste "identifizierter Ziele" von Bilkey läßt sich nun sehr vorsichtig auf eine unterschiedliche Bedeutung der verschiedenen Ziele (im Zielkomplex) schliessen; dies wird jedoch deutlicher in einer Untersuchung von England (1967), der in einer Umfrage unter 1072 Managern (USA) die relative Wichtigkeit und die Verhaltensrelevanz von acht Unternehmungszielen feststellt. Seine Untersuchungsergebnisse und seine Interpretation sind in Übersicht IV-2 zusammengestellt. Überraschend im Vergleich

Übersicht IV-2 : Verhaltensrelevanz verschiedener Unternehmungsziele[1)]

Unternehmungsziele	Untersuchungsergebnisse			Verhaltensrelevanz
	1	2	3	
Effizienz	81	71	60	hoch
Hohe Produktivität	80	70	60	
Gewinnmaximierung	72	70	56	
Wachstum	60	72	48	gemäßigt hoch
Industrieführer	58	64	43	
Stabilität	58	54	38	
Soziale Ziele für Angestellte	65	20	17	relativ niedrig
Soziale Ziele für Gesellschaft	16	8	4	sehr niedrig

Anmerkung:

1: Prozentsatz der Manager, die das Ziel als höchst wichtig klassifiziert haben.

2: Prozentsatz der Manager, die diesem Ziel den Begriff erfolgreich zuordnen.

3: Prozentsatz der Manager, die diesem Ziel Eigenschaft (1) und (2) zuordnen.

---

1) Aus: England (1967, S.108 und 111).

zu Bilkey's Liste ist, daß das Wachstumsziel hier nur in die zweite Gruppe der bedeutsamen Ziele fällt. Neben dem hier gebrachten Nachweis, daß innerhalb der generellen Ziele im Zielkomplex eine deutliche Struktur existiert, ist an den Zielen England's zu bemerken, daß es sich ausschließlich um Unternehmungsziele (im Gegensatz zu Unternehmerzielen) [1] handelt, also um solche, die der Manager aufgrund seiner (Organisations-) Rolle äußert; diese sind daher nur indirekt mit den persönlichen Motiven des Rolleninhabers verbunden (England, 1967, S.107).

(3) Der letzte Satz regt zu einer Vermutung im Hinblick auf die Differenzierung zwischen Zielen von Managern und Eigentümerunternehmern an: da Manager ihre Führungslegitimität nur aus ihrer Organisationsrolle ableiten können, werden die von ihnen geäußerten Ziele i.d.R. Unternehmungsziele sein, während Eigentümerunternehmer auch eine nicht in Frage gestellte Legitimation aufgrund ihres Eigentums besitzen, was zur Folge hat, daß ihre Ziele stärker persönlich orientiert sein können. Diese Vermutung läßt sich tentativ durch die Interpretation Bilkey's einer Untersuchung von Johnsen (1968) stützen: Gründer oder Eigentümer halten heterogenere Ziele als Manager; in Übersicht IV-3 sind die zugrundeliegenden Ergebnisse wiedergegeben, die einer Stichprobe von 21 dänischen Unternehmungen entstammen.

Übersicht IV-3 : Geäußerte Unternehmungsziele, differenziert nach Eigentümerunternehmern und Managern[2]

Geäußerte Unternehmungsziele	Häufigkeit der Antworten	
	Gründer/ Eigentümer	Manager
Gewinn	23 %	56 %
Wachstum	23 %	11 %
Überleben	8 %	0 %
Produktqualität	23 %	11 %
Unabhängigkeit	8 %	11 %
Macht	15 %	0 %
Sonstige	0 %	11 %

1) Vgl. Kirsch (1969)
2) Aus Johnsen (1968, App. A; zit. n. Bilkey (1973,S.616).

(4) Johnsen's Zieluntersuchung gehört zu den wenigen, aus denen man unmittelbar Schlüsse auf einen möglichen Unterschied in den Zielen zwischen Managern und Eigentümerunternehmern ziehen kann, indem sie die befragten Unternehmensführungen entsprechend differenziert. Eine weitere Untersuchung dieser Art ist diejenige des Instituts für Industrieforschung und betriebliches Rechnungswesen der Universität München (Heinen, 1971, S.37-44). Hier wurden Personen der Unternehmensleitungen aus 25 Unternehmen des süddeutschen Raumes (vor 1966) nach der Bedeutung acht ausgewählter Ziele und ihrer Rangfolge befragt. In Übersicht IV-4 sind diese Ziele mit den Ergebnissen zu ihrer relativen Bedeutung für alle Unternehmen dargestellt, also ohne Trennung der Antworten nach manager- und eigentümerkontrollierten Unternehmen.

Übersicht IV-4 : Rangordnung von Unternehmungszielen [1)]

Zielinhalt	mittlerer Rangwert	häufigster Rangwert
Gewinn	2.44	1
Sicherheit	3.24	2
Soziale Verantwortung	4.51	3
Marktanteil	5.20	4
Unabhängigkeit	4.46	5
Kundenpflege	4.50	5
Wachstum	4.87	6
Prestige	6.47	7

In dieser Übersicht fällt zunächst die überragende Bedeutung der Ziele Gewinn und Sicherheit auf, was möglicherweise darauf zurückzuführen ist, daß in der realen Welt, in der Unsicherheit vorhanden ist, diese beiden Komponenten stets gemeinsam auftreten - desweiteren überrascht wieder der geringe Stellenwert des Wachstumsziels, möglicherweise eine Folge der z.Zt. der Umfrage herrschenden wirtschaftlichen Situation, denn die befragten Personen antworteten meist,

---

1) Aus Heinen (1971, S.39).

daß sich die Rangordnung der Ziele in Abhängigkeit der allgemeinen konjunkturellen oder branchenbedingten Situation ändert (Heinen, 1971, S.38-39). Heinen (1971, S.44) gesteht dieser und ähnlichen Untersuchungen nur einen heuristischen Wert zu, der sich jedoch gerade für die oben dargestellten Ergebnisse "erhöht" hat, nachdem Czeranowsky und Strutz (1970) in einer Replikation dieser Studie mit nur leicht geändertem Zielkatalog nahezu das gleiche Ergebnis erhalten haben.[1] Für unsere Problematik bleibt jedoch die erstere Untersuchung von größerer Bedeutung, da in ihr neben dem "durchschnittlichen" Ergebnis (s.Übersicht IV-4) auch die Einzelantworten der befragten Personen angegeben sind, wobei diese Personen in Manager(-Unternehmer) und Eigentümerunternehmer eingeteilt sind [2] (Heinen, 1971, S.40-43). Dies eröffnet uns die Möglichkeit, statistisch zu überprüfen, ob Eigentümerunternehmer eine andere Rangzuordnung als Manager vorgenommen haben; d.h. ob die Rangverteilungen der beiden Personengruppen hinsichtlich ihrer Lage gleich sind (H_o-Hypothese). Zur Überprüfung wurde der zweiseitige Mann-Whitney Test [3] benutzt mit dem Ergebnis, daß die beiden Personengruppen sich nur in der Rangreihung eines Zieles, nämlich der Sicherheit signifikant unterscheiden (Signifikanzniveau = 4,28 %); u.z. so, daß die Manager das Ziel Sicherheit stärker betonen als Eigentümerunternehmer.[4]

(5) Als weitere Untersuchung in diesem Zusammenhang möchten wir die von Albach (1976) kurz diskutieren, aus der zwar nicht auf die Eigentümerunternehmer-Manager-Problematik ge-

---

1) Dabei haben die Autoren von 500 Unternehmungen der BRD (Jahresumsatz 4 Mio.- 7 Mrd.DM) 105 verwertbare Antworten erhalten.
2) Von den 25 befragten Personen wurden 16 als Managerunternehmer und 9 als Eigentümerunternehmer klassifiziert.
3) Das Programm entstammt der TR 440 Programmbibliothek; zum Test s.a. Lienert (1973, S.213-230).
4) Auch im Ziel Marktanteil unterscheiden sich die beiden Gruppen zunächst (α = 3,80 %); dabei ist jedoch zu berücksichtigen daß ein Eigentümerunternehmer dieses Ziel nicht gruppiert hat. Gehen wir davon aus, daß die Nicht-Gruppierung auf keinen Fall einer hohen Einschätzung dieses Zieles entspricht, sondern dem Gegenteil und ersetzen demnach den fehlenden Wert mit der niedrigsten Rangziffer 8, so verschwindet der signifikante Unterschied (α = 35,03 %).

schlossen werden kann, dafür liefert sie aber einen weiteren Beleg zu der Bedeutung von Zielen und das Selbstverständnis der Unternehmensleitungen. In der Untersuchung von Albach (1976) wurden die Führungsgrundsätze von 36 Unternehmen der BRD einer Inhaltsanalyse unterzogen, in der u.a. die Unternehmensziele festgestellt wurden. In Übersicht IV-5 sind diese Ergebnisse

Übersicht IV-5 : Unternehmungsziele, abgeleitet aus Führungsgrundsätzen [1)]

Unternehmungsziel	Zahl der Erwähnungen	mittlerer Rangplatz	Verteilung der Rangplätze			
			1.	2.	3.	weitere
Wettbewerbsfähigkeit	4	1.75	2	1	1	
Gewinn / Erfolg	15	1.87	9	3	1	2
Wachstum	8	2.50	2	3	1	2
Stabilität	6	2.50	1	2	2	1
Sicherung sozialer Belange	8	3.13	1	3	1	3
Arbeitsplatzsicherung	7	3.88		3		4

dargestellt: im Hinblick auf das Gewinnziel können wir demnach eine weitgehende Kosistenz über alle hier dargestellten Untersuchungsergebnisse feststellen; dies ist auch deshalb interessant, da Albach gerade aus seiner Untersuchung die These vertritt " ... daß die Verselbständigung der Unternehmen, vertreten durch ihre Vorstände, in den untersuchten Fällen eir weitgehend abgeschlossener Prozeß ist.... Der Prozeß der Loslösung des Unternehmens von seinen Anteilseignern erscheint im Spiegelbild der hier untersuchten Führungsgrundsätze als weitgehend vollzogen." (Albach, 1976, S.747). M.a.W. seine Ergebnisse beziehen sich auf solche Unternehmen, die man als managerkontrolliert be-

---

1) Aus Albach (1976, S.751).

zeichnen kann und von denen man eine "geringere" Betonung des Gewinnzieles erwarten könnte.

(6) Dem möglichen Einwand, daß sich die hier berichteten Ergebnisse auf Zieläußerungen stützen, die nicht mit einer "konkreten" Aktion (Hauschildt, 1970, S.548) in Zusammenhang stehen, sei schließlich noch die Untersuchung von Kirsch u.a. (1975) entgegengehalten, in der u.a. gezeigt wird, in welchem Umfang Ziele in die (konkrete) Planung eingehen, u.z. auch Globalziele wie z.B. Gewinn, Rentabilität und Umsatz.

Übersicht IV-6 : Ziele in der Unternehmungsplanung[1)]

Rang	Ziele bis 1 Jahr		Ziele bis 5 Jahre		Ziele für 5 Jahre und länger	
	Ziele	%	Ziele	%	Ziele	%
1	Investitionen	86.2	Investitionen	81.4	Investitionen	62.7
2	Kosten	84.8	Gesamtumsatz	70.8	Gesamtumsatz	59.3
3	Liq.Mittel	83.3	Abs.Gewinngröß.	59.3	Mengenm.Ausstoß	52.3
4	Gesamtumsatz	82.6	Mengenm.Ausstoß	57.5	Rel.Gewinngröß.	49.2
5	Abs.Gewinngröß.	80.4	Umsatz pro Gruppe	54.9	Abs.Gewinngröß.	45.8
6	Mengenm.Ausstoß	72.5	Rel.Gewinngröß.	50.4	Kosten	44.1
7	Umsatz pro Gruppe	69.6	Kosten	49.6	Neue Produkte	38.9
8	Rel.Gewinngröß.	58.7	Liq.Mittel	48.7	Umsatz pro Gruppe	38.9
9	Neue Produkte	48.6	Neue Produkte	42.5	Neue Märkte	35.6
10	Produktivität	42.8	Neue Märkte	36.3	Liq.Mittel	33.9
11	Soz.Leistungen	39.9	Marktanteile	29.2	Marktanteile	25.4
12	Neue Märkte	39.1	Produktivität	28.3	Besitzverhältn.	25.4
13	Marktanteile	37.0	Soz.Leistungen	20.4	Produktivität	23.7
14	Besitzverhältn.	26.1	Besitzverhältn.	15.9	Soz.Leistungen	13.6
15	Mitbest.-ziele	18.3	Mitbest.-ziele	8.9	Mitbest.-ziele	5.1
16	Sonst.Ziele	5.8	Sonst.Ziele	5.3	Sonst.Ziele	8.5

1) Aus Kirsch u.a. (1975, S.14): Anm. neue Produkte = Produkte, die das Unternehmen anbieten will; neue Märkte = Märkte, auf denen das Unternehmen auftreten will.

Übersicht IV-6 gibt die entsprechenden Ergebnisse wieder, wobei die Prozentspalte angibt, welcher Prozenzsatz der untersuchten Unternehmen [1] das angegebene Ziel jeweils in den unterschiedlichen Planungszeiträumen berücksichtigt.

(7) Zusammenfassend kann also festgehalten werden:
- das Gewinnziel hat eine überragende Bedeutung im Zielsystem der Unternehmung;
- das Wachstumsziel ist ebenfalls ein wichtiges Ziel, folgt aber mit deutlichem Abstand auf das Gewinnziel;
- nur aus wenigen Untersuchungen lassen sich Rückschlüsse auf die Zieldifferenzierung im Hinblick auf den Kontrolltyp der Unternehmung ziehen: diese Schlüsse sind jedoch - da diese Untersuchungen nicht entsprechend angelegt waren - sehr vorsichtig zu beurteilen - man mag lediglich der Folgerung Glauben schenken, daß Manager das Sicherheitsziel stärker betonen als Eigentümerunternehmer.

---

1) Die Ergebnisse stützen sich auf die Antworten von 154 Unternehmen (mit 1000 u.m. Beschäftigten der BRD) - Kirsch 1975, S.3.

4. Der Geltungsbereich der Managerialismustheorie

Wir kommen nun zu einer Frage zurück, die in Abschnitt II bereits kurz angeführt und vorläufig beantwortet wurde - wie steht es mit dem Ausmaß an Managerkontrolle gegenüber der Eigentümerkontrolle, bzw. für welchen Anteil am wirtschaftlichen Geschehen beansprucht die Managerialismustheorie die "bessere" Erklärung? Zur Klärung dieser Frage analysieren wir die Untersuchungen von Larner (1970) und Burch (1972) für das Wirtschaftsgebiet der USA[1], die zu den in Tabelle IV-1 dargestellten unterschiedlichen Ergebnissen kommen.

Tabelle IV-1 : Die Differenzen in der Verbreitung der Unternehmenskontrolltypen nach Burch und Larner[2]

Die ... größten Unternehmen	Ergebnisse von Burch			Ergebnisse von Larner (nach Burch)	
	MK	MF	FK	EK	MK
100	44.0%	20.0%	36.0%	20.0%	80.0%
200	43.0%	17.5%	39.5%	22.0%	78.0%
300	41.3%	16.0%	42.7%	26.6%	73.4%

MK = Managerkontrolle
MF = Mögliche Familienkontrolle
FK = Familienkontrolle
EK = Eigentümerkontrolle

---

1) Weitere Untersuchungen dieser Art für die USA: Sheehan, Robert; 15 June, Fortune; dessen Ergebnisse bei Burch (1972) zusammen mit denjenigen von Larner (1966, 1970) besprochen werden. Desweiteren Palmer (1972), dessen Ergebnisse weitgehend mit denen von Larner (1966, 1970) übereinstimmen.

2) Aus Burch (1972, S.68-69).

(1) Larner (1970) hat die Absicht zu überprüfen, in welchem Umfang sich Managerkontrolle in den USA seit der ersten Untersuchung von Berle und Means (1932) im Jahre 1929 erhöht hat. Dazu benutzt er die nahezu identische Klassifikation für den Kontrolltyp der Unternehmen wie Berle und Means (1932, S.69 -90), nämlich Larner (1970, S.10-11) :

Kontrolltyp	Definition
1 Privat	eine Gruppe hält 80% oder mehr d. Aktien
2 Majorität	eine Gruppe hält zwischen 50% und 80% d.Aktien
3 Minorität	eine Gruppe hält 10% bis 50% d. Aktien
4 Gesetzliche oder vertragliche Regelung	
5 Management	keine Gruppe hält 10% der Aktien und keine gesetzliche oder vertragliche Regelung

Während dem Managereinfluß hier nur eine Kontrollklasse zugeordnet ist, sind die möglichen Formen der Eigentümerkontrolle in 4 Klassen eingeteilt; daraus mag man schließen, daß diese Maßbildung eine Überschätzung des Managereinflusses verhindern will - bedenkt man weiter, daß die kritische Schranke von 20 % auf 10 % im Vergleich zur ursprünglichen Klassifikation von Berle und Means (1932) heruntergesetzt worden ist. Als Informationsquellen verwendet Larner überwiegend "Corporate Proxy Statements" und Geschäftsberichte und untersucht die 500 größten nicht-finanziellen US-Gesellschaften; als Größenmaß verwendet er hierbei das Anlagevermögen im Jahre 1963. Dabei gelangt er zu den in Tabelle IV-2 zusammengestellten Ergebnissen; bei denen die vier Eigentümerkontrollgruppen zu einer Gruppe zusammengefaßt sind. Danach werden also 75,4 % der 500 größten US-Gesellschaften im Jahre 1963 von Managern kontrolliert, während nur 24,6 % unter Eigentümereinfluß stehen. Aller-

Tabelle IV-2: Die Verbreitung der Unternehmenskontrolltypen nach Larner[1)]

Die ... größten US-Unternehmen 1963	Managerkontrolle		Eigentümerkontrolle	
	abs.	%	abs.	%
100	81	81.0	19	19.0
200	167	83.5	33	16.5
300	246	82.0	54	16.0
400	313	78.3	87	21.7
500	377	75.4	123	24.6

dings glaubt Larner (1970, S.21), daß diese Zahlen für die Managerkontrolle etwas hoch sind, da er möglicherweise in einigen Fällen aufgrund begrenzter Daten zur genauen Identifikation nicht in der Lage war; insbesondere bei der Trennung zwischen Managerkontrolle und Eigentümerkontrolle aufgrund einer Minorität. Dies trifft jedoch vermutlich nicht zu, da Burch bei der Analyse Larner's Gesellschaften und unter Verwendung von Larner's Klassifikation sogar ca. 89 % der Gruppe der managerkontrollierten Unternehmen zuweist (Burch, 1972,S. 6-7, Fn 19).

(2) Es ist aber nicht die Absicht von Burch, ebenfalls das große Ausmaß an Managerkontrolle zu zeigen, sondern er möchte überprüfen, in welchem Umfang Familien einen beherrschenden Einfluß in den großen US-Gesellschaften ausüben. Und eine Familie kann einen solchen Einfluß ausüben,

---

1) Aus Larner (1970, S.21).

wenn sie entweder einen genügend großen Anteil der Aktien hält, um das "Board of Directors" zu besetzen oder über eine längere Zeit einige Sitze im "Board of Directors" selbst hält (Burch, 1972, S.18). Von dieser Überlegung ausgehend formuliert Burch nun seine drei Kontrolltypen (1972, S.29-35) :

Kontrolltyp	Definition
1 Familienkontrolle	a) Eine Familie, Familiengruppe oder ein Individuum hält 4-5 % der Aktien oder in einer Datenquelle wird gesagt, daß eine Familienkontrolle vorliegt und b) Mitglieder der Familie sind im "Board of Directors" [1] über eine längere Zeit vertreten (ca. 5-10 Jahre, wobei zwischenzeitliche Lücken erlaubt sind)
2 Möglicherweise Familienkontrolle	Nur eins der obigen Kriterien erfüllt oder zu schwache Ausprägung beider Kiterien
3 Managerkontrolle	Keines der obigen Kriterien trifft zu

Als Quelle zur Erhebung seiner Daten benutzt Burch nicht wie Larner die "Corporate Proxy Statements", die er aus einer Reihe von Gründen kritisiert, sondern die Publikationen der großen amerikanischen Wirtschaftszeitungen (Fortune, Forbes, Business Week, Wirtschaftsteile von New York Times und Time) über den Zeitraum von 1950 - 1971, ferner die Nachschlagewerke wie Moody und Standard & Poors Corporation Records und in einigen Fällen die entsprechen-

---

1) Dabei wird festgehalten, ob eine "Inside Representation" vorliegt, vergleichbar mit einem Vorstandssitz in deutschen Aktiengesellschaften, oder eine "Outside Representation", vergleichbar mit einem Sitz im Aufsichtsrat.

den Veröffentlichungen der Security Exchange Commission. Ebenfalls untersucht er die 500 größten US-Gesellschaften, allerdings benutzt er hierbei als Größenmaß die Umsätze im Jahr 1964 wodurch nur ca. 290 Gesellschaften beiden Untersuchungen gemeinsam sind. So beziehen sich die Angaben zur Eigentümerkontrolle in der bereits aufgeführten Übersicht IV-1 auf die 290 gemeinsamen Gesellschaften; d.h. von den 300 umsatzstärksten Gesellschaften (im Jahr 1964) sind 290 ebenfalls unter den 500 größten gemessen am Anlagevermögen in 1963 (nur 155 Unternehmungen gehören sowohl zu den 300 umsatzstärksten in 1963 und den 300 größten gemessen am Anlagevermögen in 1963). Darüberhinaus untersucht Burch weiter die 50 größten Handelsgesellschaften, die 50 größten Transportgesellschaften und die 50 größten Handelsbanken (stets gemessen am Umsatz im Jahre 1964) - alles in allem also 650 Gesellschaften. Seine Ergebnisse sind in der folgenden Tabelle IV-3 zusammengefaßt:

Tabelle IV-3 : Die Verbreitung der Unternehmenskontrolltypen nach Burch[1)]

Die ... größten US-Unternehmen	Managerkontrolle		mögl. Familienkontrolle		Familienkontrolle	
	abs.	%	abs.	%	abs.	%
100	44	44.0	20	20.0	36	36.0
200	86	43.0	35	17.5	79	39.5
300	124	41.3	48	16.0	128	42.7
400	158	39.5	56	14.0	186	46.5
500	200	40.0	64	12.8	236	47.2
Die 50 größten Handelsunternehmen	14	28.0	7	14.0	29	58.0
Die 50 größten Transportunternehmen	23	46.0	9	18.0	18	36.0
Die 50 größten Banken	24	48.0	11	22.0	15	30.0
Alle 650 Unternehmen	261	40.2	91	14.0	298	45.8

1) Aus Burch (1972, S.68, 96, 160-179).

Wie man sieht, ist der Einfluß von Familien innerhalb der großen US-Gesellschaften ein bedeutsamer Faktor, ja er überwiegt sogar den Anteil der Unternehmen, die von Managern beherrscht werden. Dieser bedeutsame Unterschied zu den Ergebnissen Larner's ist in erster Linie auf die unterschiedlichen Definitionskriterien der verschiedenen Kontrollgruppen zurückzuführen. Die unterschiedlichen Datenquellen und die Differenzen im Hinblick auf die Unternehmensstichprobe scheinen dagegen nur eine untergeordnete Bedeutung zu haben, denn die Stärke der jeweiligen Kontrollgruppen in den gemeinsamen Unternehmungen ist nicht stark verschieden von derjenigen, die die Autoren jeweils für die Gesamtzahl der von ihnen untersuchten Unternehmungen angeben - dies läßt sich der folgenden Tabelle IV-4 entnehmen.

Tabelle IV-4 : Zusammenfassung der Ergebnisse von Larner und Burch

Unternehmen	Ergebnisse von Burch			Ergebnisse von Larner	
	MK	MF	FK	EK	MK
die 300 größten nach Burch und die entsprechenden 290 von Larner	41.3%	16.0%	42.7%	26.6%	73.4%
die 650 Gesellschaften von Burch	40.2%	14.0%	45.8%		
die 500 Gesellschaften von Larner				24.6%	75.4%

Somit stellt sich schließlich die Frage, welche der beiden Operationalisierungen geeigneter ist, Managereinfluß gegenüber Eigentümereinfluß zu messen.

Die Operationalisierung Larner's (1970) hat den Vorteil, daß sie - hat man erst die Angaben über die Verteilung der Aktienanteile - überaus einfach und nachvollziehbar ist. Dies ist kein unbedeutender Vorteil, erfüllt sie doch die Anforderung der Zuverlässigkeit (Reliabilität); dagegen ist die Anforderung der Gültigkeit (Validität) an die Operationalisierung nur schwierig positiv zu beantworten, denn die 10 %-Schranke für die Managerkontrolle entbehrt nicht der Willkürlichkeit. Für sie spricht in erster Linie ein praktischer Gesichtspunkt, nämlich daß Aktienpakete von 10 % und mehr in den USA der Security Exchange Commission gemeldet werden (Burch, 1972, S.22). Aus theoretischen Erwägungen spricht jedoch nichts dafür, daß gerade bei der Konzentration von 10 % u.m. der Aktien "nur" Eigentümerinteressen in der Unternehmung zum Zuge kommen, darunter jedoch "nur" Managerinteressen. Überhaupt ist ungeklärt, ob ein konstanter Zusammenhang über alle Unternehmungen zwischen der Aktienkonzentration und dem Druck von Aktionärsinteressen auf das Management existiert, denn hier interagiert sicher wenigstens die spezielle Interessenlage des Hauptaktionärs - ferner ist mit der Erkenntnis des größten Aktienpaketes noch nicht die gesamte Verteilung bekannt, denn man kann Unterschiede erwarten, wenn z.B. mehrere Großaktionäre eine Gesellschaft besitzen oder ein Großaktionär Tausenden von Kleinaktionären gegenübersteht. Dennoch bleibt die Grundvermutung bestehen, daß im Falle höherer Konzentration, die Aktionäre eher ihre Interessen durchsetzen können und ein ihnen genehmes Management wählen; bzw. daß im Falle sehr geringer Konzentration die Manager weitgehend unbelastet vom Druck der Aktionäre, ihre Interessen verfolgen können. Somit bleibt festzuhalten, daß die von Larner (1970) gewählte 10 %-Schranke zwar willkürlich ist, aber tendenziell doch solche Unternehmen mit höherer Managerfreiheit von denen mit geringerer bzw. solche mit stärkerem Eigentümereinfluß von solchen mit geringerem trennt; es geht ja um rela-

tive Unterschiede und nicht um absolute Standards.

Burch's (1972) Klassifikationskriterien setzen die Idee, die hinter der Maßbildung von Larner (1970) bzw. Berle und Means (1932) stehen, konsequent weiter fort. Während nämlich die letztgenannten die in einer Gesellschaft ausgeübte Kontrolle mit Hilfe des Kontrollpotentials messen, d.h. derjenigen Gruppe den beherrschenden Einfluß zurechnet, die aufgrund ihrer Stimmanteile vermutlich das "Board of Directors" besetzen kann, betrachtet sich Burch (1972) unmittelbar die Zusammensetzung des "Board of Directors" und schließt aus ihr auf das Vorliegen von z.B. Familienkontrolle, wenn eine Familie über einen längeren Zeitraum einige Sitze hält und gleichzeitig ca. 4-5 % der Aktien hält. So sinnvoll diese Art der Klassifizierung auch ist - nämlich weg vom "potentiellen" zum tatsächlich interessierenden "faktischen" Einfluß der Eigentümer zu gelangen, sie hat dennoch einige Nachteile:

(1) Zum einen ist es schwierig festzulegen, bei welcher Zahl (oder bei welchem Anteil) von Sitzen im "Board of Directors" Familieneinfluß wirksam wird; bzw. wie lange solche Verhältnisse aufrecht erhalten sein sollen. Burch gibt hierzu keine quantitativen Angaben bzw. richtet sich nicht schematisch nach festen Grenzen, sondern entscheidet im Einzelfall. Da ein solches Vorgehen viele qualitative Aspekte aufnehmen kann, mag es besser erscheinen als eines in dem feste Grenzen vorgelegt werden und Willkürlichkeiten so offensichtlich werden; aber es hat den entscheidenden Nachteil der Subjektivität, d.h. man wird kaum erwarten können, daß andere Forscher bei gleichen Daten zu den gleichen Klassifizierungen kommen.

(2) Desweiteren ist die Identifizierung der zu einer Familie gehörenden Mitglieder schwierig, da Namensgleichheit allein kein Indiz ist - ferner Bindungen über Verschwägerungen nicht immer bekannt sind, schließlich die Mög-

lichkeit, daß ein starker Aktionär verschiedene (ihm nicht familiär verbundene) Personen in das "Board" entsendet, gar nicht vorgesehen ist - um nur einige Probleme aufzuzeigen.

(3) Zum letzten ist die Festlegung des Aktienanteils, den eine Familie halten soll, auf 4-5 % nicht stärker fundiert als die 10 %-Schranke von Larner (1970). Darüberhinaus stellen sich im Zusammenhang mit einer so niedrigen Schranke neue Probleme. Wird man z.B. erwarten können, daß eine Familie, die z.B. im "Board of Directors" drei Vertreter (ein Mitglied im Inside Board≙Vorstand; zwei Mitglieder im Outside Board≙Aufsichtsrat) plaziert hat und ca. 4 % der Aktien hält, nur die Unternehmung als ganzes im Auge hat bzw. sich wie ein 100 %-Eigentümer verhält - oder ist es auch denkbar, daß eine solche Familie Eigeninteressen verfolgt, die eher dem Management (dessen Teil sie sind!) zugute kommen als den übrigen Aktionären; ja man könnte eine solche Konstellation auch als eine gut gefestigte Form der Managerkontrolle ansehen, denn ein 4-5 % Aktienanteil läßt kaum eine Legitimation zur Kontrolle aufgrund Eigentums zu.
Und gerade aus der Gruppe der Unternehmen, in denen eine Familie zwischen 4 und 10 % der Aktien hält, kommt der wesentliche Anteil der Abweichungen in den Ergebnissen von Burch und Larner.

Am Ende dieser Diskussion steht somit keine unbedingte Entscheidung für den Operationalisierungsansatz von Larner (1970) oder den von Burch (1972), sondern es hängt von der Zielsetzung des Forschers ab oder des Beurteilenden, welcher er den Vorzug gibt. Vom Standpunkt der Überprüfung der Trennung des Eigentums von der Leitungsmacht im Unternehmen, erscheint uns der Ansatz Larner's geeigneter zu sein, weil Familienkontrolle mit einem sehr geringen Aktienanteil auch als Form der Managerkontrolle interpretierbar ist.

5. Fazit

(1) Die grundlegende Debatte zwischen Proponenten der managerieller und der klassischen Theorie zeigt, daß eine Entscheidung für eine Theorie allein aufgrund theoretischer Argumente nicht möglich ist. Es gibt plausible Argumente dafür, die klassische Theorie trotz der möglichen Trennung von Eigentum und Kontrolle aufrechtzuerhalten.

(2) Eine wichtige Rolle in den managerieller Modellen spielt die Frage, an welche ökonomische Größe das Managereinkommen gebunden ist. Es gibt Untersuchungen, die hierzu die klassische Theorie stützen, indem sie eine Bindung an den Gewinn (oder die Rentabilität) feststellen können; ebenso gibt es solche Untersuchungen, die die managerielle Theorie stützen, indem sie eine Bindung an den Umsatz (oder Größe in anderer Form gemessen oder Wachstum) nachweisen können. Die Lösung dieser gegensätzlichen Ergebnisse scheint darin zu liegen, daß sowohl Unternehmensgröße als auch die Profitabilität die Höhe der Managereinkommen beeinflußen. Soweit hierbei die Unternehmenskontrollvariable in den Test mit aufgenommen wird, scheint zu gelten, daß in managerkontrollierten Unternehmen die Unternehmensgröße den dominanten Einfluß hat, während in eigentümerkontrollierten Unternehmen die Profitabilität wichtiger ist.

(3) Sowohl mögliche Ineffizienzen als auch ein stärkerer Realismus für die Ziele der Unternehmensleitung sind keine Tatbestände, die ausschließlich mit der managerieller Theorie verbunden sind. Sie können ebenfalls innerhalb der klassischen Theorie berücksichtigt werden. Dies ist lediglich eine Frage der Komplexität des gewählten Modellansatzes.

(4) Die Berichte der empirischen Zielforschung legen nahe, daß - bei allem Vorbehalt - Gewinn und Wachstum (und in Verbindung mit Wachstum Größe und als ein Aspekt der Größe Umsatz) wichtige Unternehmungsziele sind. Eine Trennung der

verfolgten (oder wenigstens der geäußerten) Unternehmungsziele nach dem Unternehmenskontrolltyp wird in solchen Untersuchungen jedoch nicht systematisch vorgenommen. Wo solche Differenzierungen dennoch vorhanden sind, zeigen sich keine Unterschiede im Sinne der Theorie; d.h. daß Manager stärker die Unternehmensgröße (das Wachstum) und Eigentümerunternehmer stärker die Profitabilität betonen.

(5) Das Ausmaß der managerіellen Revolution (allgemein und hier sepziell am Wirtschaftsgebiet der USA) ist sensitiv im Hinblick auf die Operationalisierung der Unternehmungskontrollvariablen; dennoch hat jede bisher benutzte Operationalisierung in empirischen Beiträgen genügend ökonomische Fälle der unterschiedlichen Kontrolltypen identifiziert, sodaß eine empirische Unterscheidung der beiden Theorien möglich erscheint.

(6) Die in diesem Abschnitt vorgebrachten Einschränkungen zur managerіellen Theorie wie auch die uneinheitlichen Befunde zu ihrer Kernhypothese [1] zeigen, daß die Bedeutung der klassischen Theorie zur Erklärung empirischer Tatbestände noch nicht zurückgewiesen ist. Trotz dieser Einschränkungen wollen wir uns zunächst auf die Seite der Managerialisten stellen. Damit können wir nun, die aus den alternativen managerіellen Modellen abzuleitenden Hypothesen resümieren; dies und die Erweiterung der Betrachtung um den Risikoaspekt ist Gegenstand der beiden nächsten Abschnitte.

---

1) Vgl. Abschnitt II.

V Erweiterung der Managerialismustheorie : Unternehmenskontrolle und Risiko

1. Theoretische Erwägungen

In den bisherigen Erörterungen wurde der Risikoaspekt noch nicht eingeführt, da er für das Verständnis der Grundlagen der Managerialismustheorie (insbesondere der deterministischen Modelle)[1] nicht unmittelbar notwendig war. Dennoch spielt die Diskussion über ein mögliches unterschiedliches Risikoverhalten zwischen Managern und Eigentümerunternehmern in der manageriellen Theorie eine Rolle.

Ausgangspunkt dieser Diskussion ist das Asymmetrieargument[2], das besagt, daß für Manager eine Ungleichheit zwischen der Belohnung einer guten Geschäftslage und der Bestrafung einer schlechten besteht: so müssen die Manager bei einem sehr schlechten Ergebnis in einem Jahr mit einer Aktion der enttäuschten Aktionäre rechnen, die zu ihrer Entlassung führen kann, während sich ein sehr gutes Ergebnis in einem anderen Jahr nur selten entsprechend stark im Einkommen der Manager niederschlägt, sondern darüberhinaus noch Nachteile für die Zukunft mit sich bringt, sofern sich die Erwartungen der Eigentümer an diesem realisierten Ergebnis orientieren. Daher wird man erwarten können, daß Manager danach trachten, ein ausgeglichenes Ergebnis über der Zeit vorzulegen, d.h. starke Schwankungen der Gewinne verhindern wollen. Dies können sie zum einen dadurch erreichen, daß sie durch bilanzielle Maßnahmen einen interperiodischen Ausgleich vornehmen. Da diesem Ausgleich jedoch Grenzen gesetzt sind, werden sie zum anderen eine konservativere Haltung in der Geschäftsführung

---

1) Vgl. Yarrow (1973), der den Zusammenhang zwischen dem Risikoverhalten der Manager und den manageriellen Modellen analysiert.

2) Vgl. Baumol (1967, S.102-103), Monsen und Downs (1965, S.226); dieses Asymmetrieargument hat eine lange Tradition, so z.B. Fellner (1949), der von Scherer (1970, S.32) zitiert wird,oder Beard (1938) und Gordon (1945), die von McEachern (1975, S.50) zitiert werden.

aufzeigen als Eigentümerunternehmer, indem sie entweder ein geringeres finanzwirtschaftliches oder ein geringeres leistungswirtschaftliches Risiko (oder beides) eingehen, sodaß sie ein geringeres Unternehmensrisiko haben.[1)] Man wird also erwarten, daß managerkontrollierte Unternehmen eine geringere Variabilität der Eigenkapitalrendite aufweisen als eigentümerkontrollierte Unternehmen (so z.B. Boudreaux, 1973, S.366).

Dieser"ursprünglichen" Argumentationskette hält Palmer (1973b, S.228-229) entgegen, daß die Aktionäre einer managerkontrollierten Unternehmung jeweils einen so geringen Anteil halten, daß sie normalerweise keine gemeinsame Aktion zur Entlassung des Managements zustande bringen; sondern daß dieser Gefahr diejenigen Manager ausgesetzt sind, die sich vor einem dominierenden Aktionär verantworten müssen. Somit erwartet er, daß die Manager in eigentümerkontrollierten Unternehmen am ehesten bemüht sind, stark schwankende Renditen zu verhindern und in der Folge davon, daß eigentümerkontrollierte Unternehmen eine geringere Renditevariabilität aufweisen als managerkontrollierte Unternehmen.
Damit haben wir einen Widerspruch abgeleitet, den McEachern (1976a, S.272-273) dadurch zu lösen versucht, daß er die Kontrolltypen der Unternehmen erweitert; und zwar so, daß er die eigentümerkontrollierten Unternehmen nach dem Kriterium der Beteiligung an der Geschäftsführung des dominierenden Aktionärs in zwei Gruppen aufspaltet: danach bezeichnet er diejenigen Unternehmen, in denen der dominierende Aktionär nicht an der Geschäftsführung beteiligt ist als externkontrolliert, die andere als eigentümergeführt; während er den unveränderten Kontrolltyp auch weiterhin als managerkontrolliert bezeichnet (McEachern, 1975, S.61). McEachern führt nun die Argumente von Baumol (1967) und

---

1) Zu den Begriffen Unternehmensrisiko, Investitionsrisiko oder leistungswirtschaftliches Risiko, Kapitalstrukturrisiko oder Verschuldungsrisiko, vgl. z.B. Schneider (1970, S.446-451), Swoboda (1971, S.125-142).

Monsen und Downs (1965) einerseits und Palmer (1973b) andererseits zusammen, indem er vermutet, daß Eigentümerunternehmer - in Annäherung an den "klassischen" Unternehmer - risikofreudiger sind als angestellte Manager; daß aber unter den angestellten Managern diejenigen die größte Abneigung gegen das Risiko haben, die einem starken Aktionär gegenüberstehen und somit eine relativ geringe Machtstellung haben. Somit erwartet er, daß die eigentümergeführten Unternehmen mehr Risiko tragen als die managerkontrollierten und diese mehr als die externkontrollierten Unternehmen (McEachern, 1975, S.104).

Die Argumentation von McEachern ist überzeugend wenn man von dem Freiheitsspielraum der Geschäftsführung aus argumentiert; denn hier hat der Eigentümerunternehmer sicherlich den größten Spielraum, gefolgt von Managern, die sich selbst kontrollieren. Von diesen beiden Gruppen wird man auch erwarten dürfen, daß sie ihre Interessen weitgehend durchsetzen können. Ob dagegen Manager, die eigentümerkontrollierte Unternehmen führen ihre eigenen Interessen - in diesem Fall ihre stärkere Risikoaversion - auch durchsetzen können, ist a-priori nicht offensichtlich; denn für diese Gruppe erwartet man ja, daß sie unverändert die Interessen des Großaktionärs wahrnimmt. Damit stellt sich die Frage nach dem Risikoverhalten des Großaktionärs; für ihn ist es sinnvoll anzunehmen, daß er eher bereit ist Risiko zu tragen als Manager in managerkontrollierten Unternehmen, da ihm auch die Risikoprämie zufällt; andererseits mag er eine geringere Risikoneigung haben als Eigentümerunternehmer, da er von den täglichen Entscheidungen der Geschäftsführung entfernt ist und somit keine kurzfristigen und unmittelbaren Einwirkungsmöglichkeiten hat. Aufgrund dieser Überlegungen könnte man nun erwarten, daß die Gruppe der eigentümergeführten Unternehmen ein riskanteres Verhalten aufweist als die Gruppe der externkontrollierten und diese wieder ein riskanteres als

die managerkontrollierten Unternehmen. Trifft diese Vermutung zu, so ist es auch kein Fehler bei der empirischen Überprüfung, die eigentümergeführten - und die externkontrollierten Unternehmen in eine Gruppe zu nehmen, wie es bei der üblichen zweiwertigen Klassifikation der Unternehmenskontrolle (also eigentümerkontrollierte vs. managerkontrollierte Unternehmen) der Fall ist. Ob diese Auffassung oder diejenige von McEachern (1975) eher der Wirklichkeit entspricht, hängt schließlich ab von der Beantwortung der Frage, inwiefern die Aktionen einer externkontrollierten Unternehmung eher von der Geschäftsführung oder der kontrollierenden Gruppe geprägt sind; genauer ob die Geschäftsführung nach ihrem Gutdünken handelt und die kontrollierende Gruppe nur als eine starke Restriktion ihres Entscheidungsspielraumes ansieht oder ob die kontrollierende Gruppe - wenn auch nur mittelbar und evtl. informal - ihre Interessen durchsetzt. Beide Auffassungen beinhalten plausible Annahmen über die Wirklichkeit: so mag es Großaktionäre geben, die nur ein geringes Engagement in ihre Anlage erbringen wollen und so stetige Gewinne bevorzugen, während andere mit einer stärkeren Kontrolle bereit sind, höhere Risiken zur Erzielung höherer Renditen in Kauf nehmen; diese werden sich dann auch nicht durch kurzfristig schwankende Renditen schrecken lassen, da sie aufgrund des höheren Informationsstandes die Gesamtlage ihrer Unternehmung beurteilen können. In der vorgelegten Argumentation bleibt lediglich das Asymmetrieargument erhalten, über dessen Wirksamkeit in Bezug auf die verschiedenen Unternehmenskontrolltypen jedoch unterschiedliche Auffassungen bestehen. Unwidersprochen ist jedoch, daß eigentümergeführte Unternehmen ein riskanteres Verhalten als managerkontrollierte aufweisen.

2. Empirische Evidenz

Ebenso unscharf wie die theoretischen Argumente zum unterschiedlichen Risikoverhalten der Unternehmen in Abhängigkeit ihres Kontrolltyps sind auch die dazu vorgelegten empirischen Ergebnisse.[1] Für jede der bisher angeführten Vermutungen gibt es auch ein stützendes Ergebnis, auch für die Hypothese, daß das Risikoverhalten unabhängig vom Kontrolltyp ist.

(1) Als erster hat Larner (1970, S.28-32) die Risikohypothese getestet. Als Risikomaß benutzt er die Varianz der Eigenkapitalrendite über seinen Untersuchungszeitraum von 1956 - 1962 (für 179 US-Gesellschaften). In einem Regressionsansatz führt er diese Varianz als abhängige Variable ein während er als unabhängige Variable den Kontrolltyp der Unternehmung benutzt, gemessen als Dummyvariable (sie nimmt den Wert 1 an, wenn die Unternehmung managerkontrolliert ist, sonst den Wert 0). Nach den theoretischen Überlegungen von Baumol (1967) und Monsen und Downs (1965) erwartet man nun, daß das Vorzeichen der Dummyvariablen negativ ist. Larner (1970, S.31) erhält jedoch einen insignifikanten Befund. Ebenso finden Holl (1975) und Kania und McKean (1976) keinen Zusammenhang zwischen der Unternehmenskontrolle und dem Risiko.

---

1) Von den in Übersicht II-3 aufgeführten Autoren haben sechs Tests zur Überprüfung der Risikohypothese vorgenommen. Dies sind: Larner (1970), Boudreaux (1973), Palmer (1973b, 1975), Holl (1975), McEachern (1975 bzw. 1976a) und Kania und McKean (1976); siehe weiter: Boudreaux (1974, 1975), Bower (1974).

(2) Die Ergebnisse der Untersuchung von Boudreaux (1973, S. 366-372) dagegen bestätigen die Vermutungen von Baumol (1967, S.102-103) und Monsen und Downs (1965, S.226) eindrucksvoll. In seiner Varianzanalyse für 72 US-Gesellschaften (1952-1963) ist die Standardabweichung der Eigenkapitalrendite für die eigentümerkontrollierten Unternehmen etwa 1 1/2 mal so groß wie diejenige für die managerkontrollierten (der Unterschied ist auf dem 1 %-Niveau signifikant).

(3) Palmer (1975, S.128) findet dagegen seine Vermutung gestützt: managerkontrollierte Unternehmen gehen ein höheres Unternehmensrisiko ein als eigentümerkontrollierte. Allerdings findet er diesen Zusammenhang nur innerhalb seiner vierten Größenklasse (diejenigen Unternehmen, die auf Rang 376 - 500 der Fortune - Liste für 1965 stehen, gemessen am Umsatz)signifikant bestätigt, während er innerhalb der ersten drei Größenklassen keinen Unterschied zwischen den Unternehmenskontrolltypen im Hinblick auf das Risiko findet. Auch für diesen Befund liefert Palmer (1975, S.129) eine Erklärung: gestützt auf die Ergebnisse von Hall und Weiss (1967), die einen inversen Zusammenhang zwischen der Variabilität der Eigenkapitalrendite und der Unternehmensgröße nachweisen können, vermutet er, daß der Einfluß der Unternehmenskontrolle auf das Unternehmensrisiko mit wachsender Unternehmensgröße kompensiert wird.

(4) Schließlich kann auch McEachern (1975, S.104-107) seine Vermutungen empirisch stützen: am risikofreudigsten sind die eigentümergeführten Unternehmen gefolgt von den managerkontrollierten und am stärksten risikoavers zeigen sich jene Manager, die starken Aktionären gegenüberstehen; ferner: Größe hatte in diesem Testansatz keinen signifikanten Einfluß auf das Risiko. Diese Differenzen zu den übrigen Untersuchungen mögen im Unterschied der Messung des Kontrolltyps einer Unternehmung begründet sein, worauf vor allem McEachern (1975, S.108) starkes Gewicht

legt, sie können jedoch auch auf die unterschiedliche Operationalisierung des Risikos zurückzuführen sein. Im Gegensatz zu seinen Vorgängern wählt nämlich McEachern zur Operationalisierung des Risikomaßes nicht die Varianz (oder Standardabweichung) der Eigenkapitalrendite, sondern den ß - Koeffizienten [1], der das Anlagerisiko in eine Unternehmung widerspiegelt.

3. Fazit

Am Ende der Erörterungen zum Einfluß des Kontrolltyps einer Unternehmung auf ihr Risikoverhalten lassen sich keine zwingenden Schlüsse ziehen weder hinsichtlich der Stärke der theoretischen Argumente noch hinsichtlich der bisher vorgelegten empirischen Ergebnisse. Zwar erscheint McEachern's Ansatz (1975, 1976a) mit der Aufspaltung der Unternehmenskontrolltypen in drei Gruppen zusammen mit seinen Ergebnissen am stärksten überzeugend, doch auch dieser Ansatz bleibt nicht unwidersprochen. Denn erstens lassen sich zu seinen theoretischen Argumenten plausible Gegenargumente finden und zweitens erklärt sein Ansatz nicht die Befunde von Boudreaux(1973). Daher ziehen wir uns auf die ursprüngliche Argumentation von Monsen und Downs (1965) und Baumol (1967) zurück und erwarten, daß managerkontrollierte Unternehmen ein niedrigeres Risiko eingehen als eigentümerkontrollierte Unternehmen. Bei der empirischen Überprüfung dieser Hypothese werden wir McEachern's Ansatz insofern einbeziehen, daß wir das Risiko nicht nur nach dem Konzept des Unternehmensrisikos (Varianz der Eigenkapitalrendite) operationalisieren, sondern auch nach dem Konzept des Anlagerisikos in eine Unternehmung.

---

1) Der ß- Koeffizient einer Anlage ist ein Maß für ihren Risikograd im Verhältnis zu allen Anlagen eines Portefeuilles. Der ß - Koeffizient der Anlage i ist definiert als die Kovarianz der Rendite der Anlage i mit der Rendite des Portefeuilles in Relation zur Varianz der Rendite des Portefeuilles; vgl. Abschnitt XI-1.

VI Hypothesen

Am Ende des ersten Hauptteiles, in dem die theoretischen Grundlagen der Managerialismustheorie und empirische Ansätze zu ihrer Überprüfung diskutiert wurden, steht nun eine Zusammenfassung der wichtigsten Argumente dieser Theorie und die Formulierung der grundlegenden Hypothesen, die im zweiten Hauptteil anhand der deutschen börslich notierten Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes zu prüfen sind.

1. Die Trennung des Eigentümers von der Unternehmenskontrolle

Ausgangspunkt für die Managerialismustheorie ist die Beobachtung, daß die ökonomisch bedeutenden Unternehmen in der USA (und Großbritannien) in zunehmenden Maße nicht mehr von den Kapitaleigentümern kontrolliert werden, sondern von den Managern, die lediglich den vertraglichen Auftrag zur Leitung des Unternehmens haben. Diese Entwicklung ist in erster Linie eine Folge des hohen Kapitalbedarfes großer Unternehmen; daher geht sie einher mit der Schaffung und Ausbreitung von Kapitalgesellschaften. Durch die damit verbundene Aufsplitterung der Kapitalgeberseite, die im Extrem zu Tausenden von Aktionären führt, von denen jeder nur einen winzigen Bruchteil des Kapitals besitzt, verlieren die Kapitalgeber ihren beherrschenden Einfluß auf das Unternehmen und werden zu einer Interessengruppe unter vielen. Während im klassischen Modell der Unternehmer sein Unternehmen leitet oder kontrolliert, sofern er Leitungsaufgaben delegiert, so sind es jetzt die Manager, die das Unternehmen leiten und kontrollieren, d.h. neben den täglichen Entscheidungen die strategischen Ziele setzen und ihre Nachfolge regeln. Doch bevor wir die Verhaltenshypothesen resümieren,

die aus dem hier skizzierten Ablauf erstellt werden können, wollen wir Hypothesen zum Ausmaß der Trennung des Eigentümers von der Unternehmenskontrolle formulieren. Die früheren Erörterungen haben deutlich gemacht, daß die Messung dieser "Trennung" ein kritisches Problem ist; Ausgangspunkt der Meßvorschriften ist die Definition von Berle und Means zum Begriff der Unternehmenskontrolle: sie schreiben derjenigen Person oder Gruppe die Kontrolle über ein Unternehmen zu, die in der Lage ist, mit Hilfe ihrer Stimmenmehrheit über den Weg der Besetzung des Aufsichtsrates die Mitglieder des Vorstandes zu bestimmen. Hier steht die potentielle Macht im Vordergrund, nicht die faktische, die durch die Zufälligkeit der Präsenz in der Hauptversammlung zum Tragen kommt ; dennoch liegt dieser Auffassung des Kontrollbegriffes zugrunde, daß die potentielle Macht in eine faktische mündet. Trifft die Argumentation, die dieser Begriffsauffassung zugrunde liegt zu, so kann der Kontrolltyp eines Unternehmens und damit das Ausmaß der Trennung des Eigentümers von der Unternehmenskontrolle anhand der Verteilung des Aktienkapitals gemessen werden. Berle und Means (1932) und Larner (1970) haben diesen Weg beschritten und folgende globale Ergebnisse vorgelegt:

(a) Bereits 1932 ist ein erheblicher Anteil der großen US-Gesellschaften managerkontrolliert.

(b) Der Wechsel von eigentümerkontrollierten zu managerkontrollierten Unternehmen zeigt sich als ein zeitlicher Prozeß, der im Jahr 1963 in den USA nahezu abgeschlossen ist.

Diese Aussagen beziehen sich - wie schon betont - auf die großen US-Gesellschaften. Gerade anhand der Größenstratifizierung der Unternehmensstichproben von Berle und Means (1932) und Larner (1970) kann man weiter festhalten, daß Managerkontrolle häufiger unter großen Unternehmen anzutreffen ist - eine Begründung für dieses Ergebnis

liegt in dem Kapitalbedarfsargument, das oben angeführt wurde. Auch der Untersuchung von Burch (1972), der an dieser Meßkonzeption Kritik äußert und eine Alternative anbietet, ist zu entnehmen, daß der Wechsel von eigentümerkontrollierten zu managerkontrollierten Unternehmen sowohl einen zeitlichen Prozeß darstellt als auch, daß die managerkontrollierten Unternehmen häufiger unter großen Unternehmen vorkommen. Desweiteren ist auch in der Meßkonzeption von Burch (1972) die Aktienverteilung ein notwendiges, wenn auch nicht hinreichendes Kriterium.

Somit lassen sich folgende Hypothesen über die Trennung des Eigentümers von der Unternehmenskontrolle formulieren, die grundsätzlich für alle führenden Unternehmen in Wirtschaftsgebieten gelten sollen, die einen ähnlichen Entwicklungsstand oder - verlauf haben wie die USA:

> Je größer ein Unternehmen ist, umso größer ist die Wahrscheinlichkeit, daß es managerkontrolliert ist.

Und

> Im Verlauf der Zeit steigt der Anteil der managerkontrollierten Unternehmen.

Über das zahlenmäßige Ausmaß der Trennung des Eigentümers von der Unternehmenskontrolle zu einer gegebenen Zeit läßt sich dagegen a priori keine Vermutung äußern: denn eine solche Zahl hängt neben ihrer Meßvorschrift zumindest auch von der Größe und dem Entwicklungsstand des betrachteten Wirtschaftsgebietes ab.

2. Aus der Wahl des Unternehmungszieles resultierende Hypothesen

Üblicherweise wird angenommen, daß eine Unternehmung das Ziel der Gewinnmaximierung (oder Renditemaximierung bei fixiertem Eigenkapitaleinsatz) verfolgt. Diese Annahme beinhaltet das Rationalitätspostulat, sofern man nur ökonomische Ziele in die Betrachtung einbezieht und die klassische Unternehmung im Auge hat, die von ihrem Eigentümer alleinverantwortlich geführt wird. Wie die Managerialisten nachhaltig zeigen, trifft diese Annahme nicht zu, wenn Manager die Unternehmung leiten und kontrollieren - auch wenn nur ökonomische Handlungsmotive berücksichtigt werden; denn der Gewinn fällt nicht ihnen zu, sondern den Eigentümern. Damit aber ist die Gleichheit zwischen der Verfolgung des Selbstinteresses und der Verfolgung der Gewinnmaximierung aufgehoben, wie sie im klassischen Modell existiert (Monsen und Downs, 1965). Als Ersatz für das Ziel der Gewinnmaximierung werden von den Managerialisten eine Reihe alternativer Ziele berücksichtigt: Umsatzmaximierung, Wachstumsmaximierung, Maximierung des Nutzens, wobei der Nutzen wiederum eine Funktion von Umsatz, Managereinkommen und präferierten Ausgaben wie Stabsausgaben, ja sogar von verminderter Arbeitsleistung ist. Diese einzelnen Argumente wurden bereits ausführlich diskutiert - dennoch hier einige zusammenfassende Bemerkungen:

(1) In der Konzeption kommen dem Ziel der Gewinnmaximierung die Ziele Wachstums - und Umsatzmaximierung am nächsten. Auch sie sind eindimensionale ökonomische Ziele, aus denen sich das Verhalten einer Unternehmung ableiten läßt. Zwischen diesen beiden Zielen besteht ferner ein enger Zusammenhang: so läßt sich die Umsatzmaximierung als eine statische Variante oder kurzfristige Ausprägung der Wachstumsmaximierung auffassen (Ramser, 1972).

(2) Die Nutzenmaximierung dagegen stützt sich auf ein Subjekt bezogenes Konzept, in das persönliche Präferenzen eingehen; grundsätzlich ist ein solches Konzept individualistisch ausgelegt, d.h. für jedes Individuum existiert ein eigenes Präferenzsystem, das normalerweise auch zeitlich nicht stabil ist.[1] Williamson (1964) z.B. benutzt dieses Konzept auch für Gruppenentscheidungen, denn in einer manageriellen Unternehmung wird das Entscheidungszentrum nicht wie in der klassischen Unternehmung von einer Person verkörpert, sondern von der Gruppe der führenden Manager, z.B. dem Vorstand. Etwaige gruppenbezogene Komplikationen umgeht er jedoch, indem er von der Fiktion nur eines Aktors ausgeht oder gleicher Präferenzen des Führungsgremiums.[2] Wenn ein solches Vorgehen auch nicht in die Tiefe geht, so genügt es zur Abgrenzung und zur Ableitung abweichender Voraussagen zum Unternehmensverhalten im Vergleich zum klassischen Modell.

(3) Unabhängig von der unterschiedlichen Konzeption oder von verschiedenen Zielinhalten sagen alle diese Varianten im Vergleich zum klassischen Modell ein niedrigeres Gewinnniveau voraus. Existiert managerielles Verhalten, so sollte die folgende Hypothese zutreffen:

Renditehypothese : Managerkontrollierte Unternehmen erwirtschaften eine niedrigere Eigenkapitalrendite als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

In diese Hypothese ist anstelle des Gewinnes die Eigenkapitalrendite eingegangen, da einerseits ihre Maximierung bei gegebenem Kapitaleinsatz mit der Gewinnmaximierung identisch ist, andererseits hat sie den Vorteil, daß sie maßstabsunabhängig ist; desweiteren ist der absolute Gewinn kein Effizienzkriterium im Unternehmensvergleich.

(4) Berücksichtigen wir weiter die Argumentation von Marris (1964) und Baumol (1967) so sollte weiter gelten:

---

1) Vgl. Krelle (1968, S.28-66); eine Instabilität ist auch für das Zielsystem der Unternehmung zu erwarten (Hauschildt, 1975, S.285-286).

2) Vgl. Gäfgen (1968, S.176-205).

Wachstumshypothese : Managerkontrollierte Unternehmen erzielen eine höhere Wachstumsrate als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

Und nach der Argumentation von Marris (1964) ist darüberhinaus zu folgern:

Bewertungshypothese: Managerkontrollierte Unternehmen haben eine niedrigere Bewertungsrate als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

3. Aus der persönlichen Interessenlage resultierende Hypothese

Auch aus Williamson's Argumentation (1964) läßt sich die Wachstumshypothese stützen, soweit man berücksichtigt, daß er als Argument seiner Zielfunktion auch den Umsatz einführt; darüberhinaus enthält sein Modell ein Argument über die Gewinnverwendung. Er glaubt, daß Manager sich einen Teil des Gewinns selbst zuführen, indem sie Ausgaben tätigen, die ihren Nutzen unmittelbar steigern; diese Ausgaben mindern als Kosten den ausgewiesenen Gewinn. Hieraus läßt sich formulieren:

> Managerkontrollierte Unternehmen weisen eine niedrigere Eigenkapitalrendite aus als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

Die letzte Hypothese steht offensichtlich im engen Zusammenhang zur Renditehypothese; sie sollte zu einem unterschiedlichen beobachteten Renditeniveau führen, selbst wenn die Manager das gleiche Ziel wie Eigentümerunternehmer wählen. Eine Trennung dieser beiden Hypothesen ist jedoch aufgrund empirischer Schwierigkeiten (Erfassung nichtausgewiesener Gewinne) nicht möglich, sodaß es bei der Renditehypothese bleibt.

4. Aus der Risikoneigung resultierende Hypothesen

Im ersten Hauptabschnitt dieses Kapitels wurden die Argumente zur Risikoneigung von Managern im Vergleich zu Eigentümerunternehmern diskutiert: vor allem das Asymmetrieargument im Hinblick auf die Belohnung einer erfolgreichen oder Bestrafung einer fehlgeschlagenen Aktion läßt erwarten, daß Manager eine größere Risikoaversion haben als Eigentümerunternehmer. Aus den Argumenten von Baumol (1967) und Monsen und Downs (1965) läßt sich formulieren:

Risikohypothese : Managerkontrollierte Unternehmen haben ein geringeres Unternehmensrisiko (eine geringere Varianz der Eigenkapitalrendite) als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

Schließlich ist in der Risikodebatte noch der Beitrag von McEachern (1975, 1976a) zu beachten, der zur Messung des relevanten Risikos den β-Koeffizienten heranzieht, welches ein geeignetes Konzept ist, wenn man von Eigentümern ausgeht, die die Anteile der betrachteten Unternehmung in ihr Portefeuille aufnehmen. Hieraus läßt sich als Variante Risikohypothese formulieren:

Managerkontrollierte Unternehmen haben ein geringeres Anlagerisiko (gemessen am β- Koeffizienten) als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

5. Hypothese zum Managereinkommen

Eine eigenständige Frage, die im Zusammenhang der Managerialismusdebatte häufig untersucht wird, bezieht sich auf das Anreizsystem, das in der Unternehmung etabliert ist. Denn die Interessenlage der Unternehmensführung kann durch ein geeignetes Anreizsystem unmittelbar beeinflußt werden, indem das Einkommen an den Erfüllungsgrad der angestrebten Zielvariable gebunden wird. Daher wird man entsprechend den unterschiedlichen Zielen unterschiedliche Anreizsysteme erwarten können. Es läßt sich folgende Hypothese formulieren:

Einkommenshypothese: In managerkontrollierten Unternehmen herrscht eine relativ stärkere Bindung des Einkommens der Unternehmungsleitung an den Umsatz und eine relativ schwächere Bindung an die Eigenkapitalrendite als in eigentümerkontrollierten Unternehmen.

6. Interagierende Variable

Bisher haben wir grundlegende Hypothesen abgeleitet über ein unterschiedliches Verhalten zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen. In dieser generellen Art werden wir die entsprechenden Hypothesen auch überprüfen; denn wenn sie generell, d.h. unabhängig von unterschiedlichen Rahmenbedingungen und den Wirkungen anderer Variablen bestätigt werden können, wird ihre Relevanz erhöht. Darüberhinaus haben wir gesehen, daß bei der Ableitung der generellen Hypothesen von den Theoretikern des Managerialismus unterschiedliche Rahmenbedingungen oder Einflüße interagierender Variablen nicht explizit berücksichtigt werden. Sie nehmen nämlich generell an, daß die großen Kapitalgesellschaften monopolistische Spielräume haben. Dennoch werden in den bisher vorgelegten empirischen Studien zur Überprüfung von Hypothesen der managerieller Theorie i.d.R. Variablen aufgenommen, von denen interagierende Einflüße erwartet werden können und/oder der Versuch unternommen, die Rahmenbedingungen konstant zu halten. Die Aufnahme interagierender Variablen soll vor allem die Gefahr der Fehlspezifikation [1] des Testmodells verringern, die zu fehlerhaften Schätzungen und Interpretationen führen kann, wenn relevante Variablen nicht im Modell berücksichtigt werden. Die wichtigste Variable, von der eine Interaktion mit der Unternehmenskontrolle erwartet wird, ist die Unternehmensgröße. Nach den Ausführungen von Palmer (1973a) sollte jedoch auch die Monopolmacht der Unternehmungen berücksichtigt werden.

---

1) Vgl. Johnston (1972, S.168-169).

6.1 Unternehmensgröße

Von der Unternehmensgröße erwartet man vielfältige Einflüße auf die Unternehmensrendite: so Skalenerträge im Bereich von Produktion, Vertrieb, Werbung, Finanzierung und Forschung und Entwicklung, aber auch negative Effekte in der Verwaltung. Generell nimmt man an, daß die Rendite mit wachsender Unternehmensgröße ansteigt. Zu diesem Hypothesenfeld sind bisher viele Spezialuntersuchungen[1] vorgelegt worden, die hier nicht im einzelnen diskutiert werden können; auch dauert die Diskussion in diesem Problemfeld noch an. Die Ergebnisse hierzu sind vielfältig und variieren auch nach dem betrachteten Wirtschaftsgebiet. Nach dem heutigen Stand scheint ein positiver Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und - rendite nicht generell, sondern nur unter bestimmten Bedingungen zu bestehen. Solche bestimmten Bedingungen (Kontext) können z.B. durch verschiedene Wirtschaftsgebiete oder verschiedene Wirtschaftszweige beschrieben sein. So findet auch Quartz (1976, S. 306-319) für die deutschen Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes (Untersuchungszeitraum 1961-1970) einen positiven Einfluß der Unternehmensgröße auf die Unternehmensrendite in der Mehrzahl der berücksichtigten Wirtschaftszweige, nicht jedoch generell. Da wir in dieser Arbeit mit der gleichen Datengrundlage arbeiten, können wir somit vermuten, daß die Unternehmensgröße auch für unsere Studie eine relevante Variable ist.[2] Von der Unternehmensgröße

---

1) Vgl. Quartz (1976, S.112-116), der die Haupthypothesen zusammenfaßt; desw. Kaufer (1974, S.2-15).

2) Quartz (1976, S.306-319) hat den Zusammenhang Gesamtkapitalrentabilität und Größe getestet; man kann jedoch vermuten, daß dieser ähnlich für Eigenkapitalrentabilität und Größe existiert (Anhang Tabelle II-7, S.27). Hier bestehen in der Mehrzahl der Industrien gleiche Richtungen der Vorzeichen für die Korrelationskoeffizienten zwischen Eigenkapitalrendite und Größe bzw. Gesamtkapitalrendite und Größe.

erwartet man jedoch nicht nur Einflüsse auf die Rendite, sondern auch auf das Risiko, das Wachstum und die Höhe der Einkommen der Manager.[1] Ebenso wichtig für die Einbeziehung der Unternehmensgröße ist jedoch ein weiteres Argument, das spezifisch für die vorgelegte Studie ist. Zwischen der Größen- und der Kontrollvariablen erwarten wir eine Interaktion. So müssen wir annehmen, daß ein Unternehmen umso eher managerkontrolliert ist, je größer es ist. Wenn diese Interaktion tatsächlich existiert, könnten wir - bei Nichtaufnahme der Größenvariable in das Modell - z.B. der Kontrollvariablen Effekte zuweisen, die eigentlich der Größe zufallen.

6.2 Monopolmacht - Marktanteil

Eine weitere Variable, von der ein Zusammenhang mit der Unternehmensrendite erwartet wird, ist die Monopolmacht eines Unternehmens. Sie ist neben der Unternehmenskontrolle die Kernvariable in Palmer's Ansatz, die ihn schließlich dazu führt, die generelle Hypothese, daß eigentümerkontrollierte Unternehmen profitabler sind als managerkontrollierte so zu modifizieren, daß dieser Zusammenhang nur gilt, wenn das betrachtete Unternehmen eine starke Monopolmacht besitzt. Palmer (1973a) will mit seiner Konzeption die unternehmensspezifische Monopolmacht eines Unternehmens messen, also die Abwesenheit von Wettbewerbsdruck und somit die Chance, Überrenditen zu realisieren. Dabei liegt seinem Maß die Höhe der Markteintrittsschranken in eine Industrie zugrunde, die ihrerseits den potentiellen Wettbewerb in einer Industrie indizieren soll. Die theoretische Konzeption

---

1) Diese Aspekte werden in den entsprechenden Testabschnitten diskutiert.

des potentiellen Wettbewerbs und die ersten Messungen gehen im wesentlichen auf Bain (1956) zurück. Vor allem in empirischer Hinsicht hat sich daran eine lebhafte Diskussion über die Frage entwickelt, ob Überrenditen in Industrien eher aufgrund der potentiellen Konkurrenz (gemessen an Markteintrittsschranken) oder aufgrund der aktuellen Konkurrenz (gemessen an einem Konzentrationsindex) zustande kommen. Im Rahmen dieser Arbeit soll weder auf diese Diskussion im Detail [1] eingegangen werden, noch kann über die umfänglichen Untersuchungen zum Test der Konzentrationshypothese [2] berichtet werden. Nach dem heutigen Stand scheint für die USA zu gelten,

a) daß ein systematischer Zusammenhang zwischen der Konzentration einer Industrie und ihrer Rendite (gemessen an den Industrieführern) erst ab einer hohen Schwelle ($KZ_4 > 55$ %, $KZ_8 > 70$ %) nachzuweisen ist (Meehan und Duchesneau, 1973); [3]

b) daß ein solcher Zusammenhang ebenfalls zwischen den Industrierenditen und der Höhe der Markteintrittsschranken vorhanden ist;

c) und daß beide Konzeptionen empirisch schwer zu trennen sind, da hohe Markteintrittsschranken und hohe Industriekonzentration häufig einhergehen; dennoch kann man schließen, daß die Höhe der Markteintrittsschranken innerhalb hochkonzentrierter Industrien weiter im Hinblick auf die Ren-

---

1) Vgl. die Kontroverse zwischen Mann und Rhoades: Mann (1966, 1970, 1971, 1973) und Rhoades (1970, 1972).

2) Vgl. Weiss (1971), Phillips (1976), Gort und Singamsetti (1976).

3) Vgl. Abschnitt II-2.2.

dite differenziert.[1] [2]

Da dieser Zusammenhang zwischen beiden Konzeptionen existiert, finden wir auch beide bei der Überprüfung der Renditehypothese der Managerialismustheorie berücksichtigt. So nehmen Larner (1970) und Kania und McKean (1976) die aktuelle Konkurrenz in ihren Test auf, während Kamerschen (1968) beide - aktuelle und potentielle Konkurrenz - einbezieht. Nach den Ergebnissen dieser Autoren scheint die potentielle Konkurrenz das überlegene Konzept zu sein, denn während bei den erstgenannten keine Diskriminierung nach der Höhe der Rendite gelingt, zeigt sich bei Kamerschen (1968) nur die potentielle Konkurrenz signifikant, d.h. Unternehmen in Industrien mit hohen Markteintrittsschranken haben eine höhere durchschnittliche Rendite.[3]

Gegenüber diesen Ansätzen behält Palmer's Ansatz (1973a) jedoch die Besonderheit, daß aus der Höhe der Markteintrittsschranken ein unternehmensspezifisches Maß gebildet wird. Dazu verwendet er eine umfängliche und aufwendige Prozedur [4], die für unser Testfeld nicht durchgeführt werden kann, da man weder auf Angaben zu Markteintrittsschranken noch auf industriemäßig aufgegliederte Umsätze

---

1) Nach diesen Überlegungen wäre es angezeigt, beide Konzeptionen im empirischen Test zu berücksichtigen wie z.B. Qualls (1976). Vgl. auch Abschnitt VI-6.3.

2) Auch die Ergebnisse von Qualls (1972, 1974, 1976) decken im wesentlichen diese Schlußfolgerungen, wenngleich Qualls (1976, S.97-100) auch einen Profitabilitätsunterschied zwischen Unternehmen mittlerer und niedriger Markteintrittsschranken zeigen kann (unter Verwendung von Palmer's Daten, Palmer 1973a). Dabei verwendet er ein umsatzbezogenes Profitabilitätsmaß, das jedoch stärker differenziert als die Eigenkapitalrendite (Qualls, 1976, S.103).

3) Da in Kamerschen's Studie die erwartete Interkorrelation zwischen der Höhe der Markteintrittsschranken und der Konzentrationsrate besteht, könnte jedoch die Nichtsignifikanz der Konzentrationsrate auf die Kollinearität der beiden Variablen zurückzuführen sein, wie Kamerschen (1968, S.444) anmerkt.

4) Vgl. Abschnitt II-2.1 und Palmer (1974b).

der Unternehmen zurückgreifen kann. Angeregt durch Kania und McKean (1976, S.288) werden wir daher als Alternative auf ein anderes unternehmensspezifisches Maß - den Marktanteil - zurückgreifen. Zuvor möchten wir jedoch begründen, warum die Messung der Markteintrittsschranken in dieser Arbeit scheitert.

Palmer legt (1973a, 1974b) für 169 Industrien (4-stellige SIC-Klassifikation) Schätzungen für die Markteintrittsschranken vor; dabei kann er auf die Schätzungen von Bain (1956), Mann (1966), Shepherd (1970) und einer FTC-Studie (1967) zurückgreifen; dennoch schätzt er allein für 51 Industrien die Markteintrittsschranken selbst. Nach Bain (1956) sollten bei der Festlegung der aggregierten Markteintrittsschranken folgende einzelne Schranken berücksichtigt werden: a) Skalenvorteile (sowohl auf Betriebsgrößen - wie Unternehmensgrößenebene in Beziehung zur Größe des Gesamtmarktes); b) Produktdifferenzierung; c) absolute Kostenvorteile (wie sie aus natürlichen Monopolen oder Patenten resultieren können) und d) Kapitalbedarf (der notwendig ist, um eine optimale Betriebs- und/oder Unternehmensgröße zu installieren). Aus der Bestimmung der Höhe der einzelnen Schranken in drei Gruppen (hoch, mittel, niedrig) erfolgt dann die Bestimmung der aggregierten Markteintrittsschranke, wobei z.B. bei Bain (1956, S.169-170) keine eindeutige Beziehung zwischen der Punktsumme der Einzelschranken und der Einordnung der aggregierten Eintrittsschranken einer Industrie in die Gruppen hoch, mittel und niedrig vorhanden ist. Hier muß der Forscher die individuellen Gegebenheiten der jeweils betrachteten Industrie gesondert berücksichtigen. M.a.W. von dem Forscher wird ein hohes Maß an Information über eine Industrie nicht nur in ökonomischer, sondern auch in technischer Hinsicht verlangt, wie z.B. die Versuche der Schätzung der optimalen Betriebsgröße (ein wichtiger Faktor zur Bestimmung von Skalenvorteilen) bei Bain (1956), aber auch bei Scherer u.a. (1975) zeigen. Wie schon betont,

sieht sich der Verfasser nicht dazu in der Lage im Rahmen dieser Arbeit, ähnliche Schätzungen vorzulegen. So gibt es auch für Deutschland nur wenige Versuche in dieser Richtung, wobei die Untersuchung von Scherer u.a. (1975) eine Ausnahme bildet. In ihr liegen jedoch nur für 12 gut abgegrenzte Industrien [1] Informationen vor. Diese decken nur einen kleinen Bereich des hier zu bearbeitenden Testfeldes ab. Als Alternative zu der unternehmensspezifischen Monopolmacht wird daher ebenfalls eine unternehmensspezifische Variable, nämlich der Marktanteil eines Unternehmens eingeführt. Diese Variable ist ein Maß für die relative Größe eines Unternehmens innerhalb einer Industrie. Auf den ersten Blick hat sie nur wenig gemeinsam mit der Palmer'schen Konzeption und noch weniger mit der damit verbundenen aufwendigen Schätzmethode. Allerdings unterstellt die letztgenannte Schätzmethode, daß Markteintrittsschranken dann bedeutsam vorhanden sind, wenn die etablierten Industrieführer gegenüber den potentiellen Eintretern erhebliche Vorteile haben. Und bei der Schätzung der wichtigen Barriere Skalenvorteile spielt die Schätzung der optimalen Betriebsgröße und/oder Unternehmensgröße eine dominante Rolle; dabei werden diese Größen jeweils relativ zur Größe der Industrie gemessen. Damit sind auch die Gemeinsamkeiten des Maßes Marktanteil mit dem Palmer'schen Maß Monopolmacht genannt:

a) Marktanteil ist ebenfalls ein unternehmensspezifisches Maß;

b) von der Höhe des Marktanteils wird ebenfalls ein positiver Einfluß auf die Rendite erwartet,[2] da mit wachsendem Marktanteil Skalenvorteile in Vertrieb und Produktion

---

1) Weitgehend entsprechend der 4-stelligen Ebene; s.a. Scherer (1973), Kaufer (1975a)

2) Vgl. z.B. Boston Consulting Group (1967), Chevalier (1972), Gale (1972), Buzzell u.a. (1975).

realisiert werden können :

c) Marktanteil stellt ebenfalls wie Schätzungen der optimalen Betriebs- und/oder Unternehmensgrößen auf relative Größe ab;

d) schließlich kann man die Realisierung hoher Marktanteile (oder eines hohen Marktanteiles) in einer Industrie als Folge wirksamer Eintrittsschranken betrachten. Trotz dieser Argumentation sei nachdrücklich darauf hingewiesen, daß die Variable Marktanteil nur eine Alternative zum überlegenen Konzept der Markteintrittsschranken ist.[1)]

6.3 Unternehmenskontext - Konzentration

Eine Reihe von Autoren [2)] versuchen bei der empirischen Überprüfung von Hypothesen der Managerialismustheorie den Unternehmenskontext konstant zu halten, indem sie ihre Tests nur innerhalb von Industrien rechnen oder - äquivalent - Industrie - Dummyvariablen aufnehmen. Ein solches Vorgehen ist nur berechtigt, wenn vermutet werden kann, daß innerhalb verschiedener Industrien die Variable Unternehmenskontrolle unterschiedlich wirkt. Diese Vermutung läßt sich allerdings generell nicht aus den Argumenten der Theoretiker stützen, sondern aus der Modifikation, die Palmer (1973a) vorgelegt hat. Dieser kritisiert jedoch an seinen Vorgängern das industriemäßige Vorgehen, da dadurch Industrien gleicher Strukturen getrennt werden (Palmer, 1973a, S.293). Dabei erhält man nämlich i.d.R. den Nachteil geringer Beobachtungszahlen in den einzelnen Industrien, wodurch das Auffinden eines möglichen Einflusses der Variablen Unternehmenskontrolle erschwert ist. Überhaupt stellt sich die Frage, welche Elemente des Industriekontextes konstant gehalten werden sollen. Palmer (1973a) sieht hier solche Elemente, die im Zusammenhang stehen mit der Chance, Überrenditen zu realisieren ; dies sind bei ihm die Höhe der Markteintrittsschranken.

---

1) So sieht z.B. Gutowski (1970,S.111)im Marktanteil nur eine notwendige, aber keine hinreichende Bedingung zur Beurteilung der Anbietermacht eines Unternehmens; ferner wendet sich Röpke (1973) gegen die Gleichsetzung Marktanteil=Marktmacht

2) Vgl. Übersicht II-3.

Wie schon ausgeführt, können wir dieses Konzept nicht nachvollziehen.[1] Dafür steht uns neben der Alternativvariablen Marktanteil noch die Höhe der Industriekonzentration zur Verfügung, deren möglicher Einfluß auf die durchschnittliche Industrierendite und deren Interaktion mit der Höhe der Markteintrittsschranken bereits diskutiert sind. Insbesondere das Argument, daß die Höhe der Markteintrittsschranken (und damit alternativ der Marktanteil) [2] eine isolierte Wirkung erst innerhalb hochkonzentrierter Industrien hat, führt uns dazu, bei der Überprüfung der Renditehypothese zusätzlich zur Variablen Marktanteil die Konzentrationsrate der Industrien zu verwenden. Die Konzentrationsrate dient dabei als Kontextvariable im Hinblick auf die Unternehmensrendite, indem mit ihr die Beobachtungen nach hoch- und niedrigkonzentrierten Industrien geschichtet werden.

6.4 Fazit

Wie zu Beginn dieses Punktes argumentiert, werden die Hypothesen der Managerialismustheorie zunächst als generelle Hypothesen im einfachen Modell überprüft. Danach werden die Testansätze zu multiplen erweitert, indem grundsätzlich die Unternehmensgröße als weitere Variable aufgenommen wird. Bei der Überprüfung der Renditehypothese werden zusätzlich der Marktanteil und die Industriekonzentration berücksichtigt.

---

1) Vgl. den vorherigen Abschnitt VI-6.2.

2) So findet z.B. Gale (1972, S.422), daß der Zusammenhang zwischen Marktanteil und Rendite stärker ist, wenn der Unternehmenskontext durch hohe Konzentration gekennzeichnet ist.

Teil B : Empirischer Bericht

VII Empirisches Feld

1. Die Beschäftigung mit dem Managerialismus in Deutschland

Nicht nur in den USA oder in England sind die Gedanken des Managerialismus schon lange Bestandteil des Schrifttums - so führen Berle und Means (1932) einen Teil ihrer Argumente auf Adam Smith zurück - sondern auch in Deutschland: auch hier lassen sich die Argumente von der Trennung des Eigentums von der Leitungsmacht in der Aktiengesellschaft weit zurückverfolgen.[1] Dabei liegt das Schwergewicht auf Problemen der Unternehmensverfassung, insbesondere im Zusammenhang mit Diskussionen über Reformen des Aktienrechts.[2] Auch in Beiträgen zum rechtlichen und faktischen Schutz von Klein- und Minderheitsaktionären und in Beiträgen zu Problemen der Leitungsmacht oder Zielbildung in Aktiengesellschaften ist der Tatbestand der Trennung der Eigentümer von der Unternehmensführung eingeführt. In Deutschland hat dieses Thema ebenfalls nicht seine Aktualität verloren, wie neuere Beiträge z.B. von Schredelseker (1975) oder Blume (1976) zeigen.[3] Auch in den deutschen Beiträgen wird stets ein enger Bezug zur Empirie herge-

---

1) Diese Thesen lassen sich noch weiter zurückverfolgen auf z.B. Hansemann (1837, S.110 u. 118), Vogt (1858, S.477 ff, 514), wie Großfeld (1968, S.17) darlegt.

2) Vgl. Wiethölter (1961, S.27-48).

3) Folgende Beiträge geben einen exemplarischen Überblick: Albach (1966), Alof (1963), Bidlingmaier (1967), Blume (1976), Gutenberg (1967), Heintzeler (1968), Hiltner (1972), Immenga 1971), Kirsch, G. (1969), Klug (1962), Kutzenberger (1964), Mähler (1957), Mestmäcker (1958), Schmidbauer (1972), Schmidt (1974), Schmidt-Sudhoff (1967), Schredelseker (1975), Steinmann (1969), Ulrich (1976), Wiethölter (1961), Wild (1967), Wittmann (1961), Zepf (1970).

stellt oder die Themenstellung mit empirischen Tatbeständen begründet. Darüberhinaus existieren einige soziologisch orientierte Untersuchungen, die über das Rollenverständnis von Managern oder Eigentümerunternehmern Auskunft geben.[1] Eine statistische Überprüfung der Thesen der Managerialismustheorie zum Unternehmenserfolg, wie sie in dieser Arbeit vorgelegt wird, wurde allerdings für die Bundesrepublik Deutschland noch nicht vorgenommen.

---

1) Vgl. Hartmann u.a. (1973), Kruk (1972), Pross (1965), Pross u. Boetticher (1971), Zapf (1965).

2. Die Aktiengesellschaft als Gegenstand der empirischen Untersuchung

2.1 Die Aktiengesellschaft als dominante Rechtsform für Großunternehmen

Die Managerialismustheorie schränkt ihre Ausführungen auf die große Unternehmung ein, die durch die Begebung von Aktien die Möglichkeit hat, ihr Grundkapital breit zu streuen. In den USA gibt es für solche Unternehmen die Rechtsform der Corporation, die im Hinblick auf die Fähigkeit der Begebung von Aktien ihre rechtliche Entsprechung in Deutschland in der Aktiengesellschaft (AG)[1] findet. In Deutschland existiert neben der Aktiengesellschaft eine weitere Unternehmensform, die auch unter den großen Unternehmungen eine bedeutende Rolle spielt: die GmbH. Diese Aussage verdeutlicht Tabelle VII-1, in der Angaben zur Anzahl der Unternehmen geschichtet nach Rechtsformen und ausgewählten Beschäftigtengrößenklassen aus der Arbeitsstättenzählung von 1970 für das verarbeitende Gewerbe dargestellt sind. Wenn wir als große Unternehmen solche bezeichnen, die 1000 und mehr Beschäftigte haben, so zeigt sich, daß die GmbH von der Anzahl her häufiger vertreten ist als die AG; allerdings sind in letzterer Unternehmensform doppelt so viele Personen beschäftigt. Noch deutlicher ist das Übergewicht der AG in der Unternehmensklasse mit 5000 u.m. Beschäftigten. Grundsätzlich wäre es somit wünschenswert die GmbH (wie auch die übrigen Großunternehmen in anderer Rechtsform) in die Untersuchung mit einzubeziehen; denn dadurch daß man ausschließlich die AG

---

1) Für Vergleiche dieser beiden Rechtsformen vgl. : Wiethölter (1961), Großfeld (1968), Mestmäcker (1958); zur Struktur der Unternehmensleitung in der Corporation siehe Poensgen (1973, S.83-92).

Tabelle VII-1 : Unternehmen nach Rechtsform und Beschäftigtengrößenklassen

		Alle Unternehmen		Unt.mit 1000 u.m. Beschäftigten		Unt.mit 5000 u.m. Beschäftigten	
		abs.	%	abs.	%	abs.	%
1	Unt.	362,240	86.77	26	2.37	1	0.68
	Besch.	2,213,563	21.47	53,801	1.28	13,279	0.55
2	Unt.	39,489	9.46	320	29.14	11	7.54
	Besch.	3,148,308	30.53	641,538	15.26	93,143	3.92
3	Unt.	11,674	2.80	409	37.25	40	27.40
	Besch.	2,302,854	22.34	1,131,511	26.91	417,117	17.54
4	Unt.	1,050	0.25	333	30.33	90	61.64
	Besch.	2,545,185	24.69	2,330,813	55.43	1,821,457	76.58
5	Unt.	3,003	0.72	10	0.91	4	2.74
	Besch.	100,550	0.97	46,959	1.12	33,657	1.41
6	Unt.	417,456	100.00	1,098	100.00	146	100.00
	Besch.	10,310,460	100.00	4,204,622	100.00	2,378,653	100.00

Anmerkung: 1 = Ein oder mehrere Inhaber
2 = OHG oder KG
3 = GmbH
4 = AG oder KGaA
5 = Sonstige
6 = Insgesamt

Aus : Arbeitsstättenzählung vom 27.Mai 1970. Heft 6, S.72-73. Nichtlandwirtschaftliche Unternehmen (Wirtschaftseinheiten) nach Rechtsformen und Beschäftigtengrößenklassen. Statistisches Bundesamt / Wiesbaden. Fachserie C: Unternehmen und Arbeitsstätten. Stuttgart: Kohlhammer 1972 Best.nr. 222306-70.

betrachtet, mag man Fehlschlüsse ziehen im Hinblick auf das Ausmaß der Managerkontrolle (bzw. Eigentümerkontrolle) in der BRD, weil man nicht erwarten kann, daß die Beschränkung auf die AG zu einer im Hinblick auf das Merkmal Kontrolltyp unverzerrten Stichprobe aus den Großunternehmen führt: mißt man nämlich den Kontrolltyp mit Hilfe der Konzentration der Eigenkapitalgeberseite , so wird man a priori vermuten, daß in der GmbH die Eigentümerkontrolle stärker vertreten ist als in der AG. Eine Einbeziehung von Großunternehmen, die nicht die Rechtsform der AG haben, scheitert aber in der vorgelegten Untersuchung, weil für diese Unternehmen kein Zugang zu Erfolgsdaten im Untersuchungszeitraum 1961 - 1970 vorhanden ist. Das Publizitätsgesetz[1], das Großunternehmen in sonstiger Rechtsform zur Veröffentlichung von Daten zur Bilanz und Gewinn und Verlustrechnung verpflichtet, greift erst nach diesem Untersuchungszeitraum und eröffnet möglicherweise eine spätere Ausweitung der Untersuchung über die Aktiengesellschaften hinaus. Somit können und müssen wir uns im weiteren auf die Aktiengesellschaften der BRD beschränken. Dies ist - bei allen Nachteilen - die durch die damit verbundene Eingrenzung der Repräsentativität der Untersuchung entsteht - auch ein Vorteil, da die Thesen der Managerialismusdebatte mit Blick auf solche Großunternehmen entwickelt wurden, die die Möglichkeit zur Streuung ihres Eigentums haben, wodurch Managerkontrolle erst entstehen kann. Aus diesem Grunde werden wir uns desweiteren auf die börslich notierten Aktiengesellschaften[2] beschränken.

---

1) Publizitätsgesetz : Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen vom 15.8.1969 - PublG.

2) Unter börslich notierten Aktiengesellschaften verstehen wir in dieser Studie auch diejenigen Gesellschaften, die im geregelten Freiverkehr gehandelt werden; vgl. Abschnitt VII-3.

2.2 Die Aktiengesellschaft im Vergleich zur Corporation

Der zuletzt angestellte Gedankengang stellt die Frage, wie gut die Aktiengesellschaft mit der Corporation übereinstimmt im Hinblick auf die vorgetragene Theorie. Diese Frage ist jedoch in der deutschen Literatur bereits ausführlich diskutiert[1], sodaß wir uns hier auf zwei Bemerkungen beschränken können.

(1) In den Beiträgen, die einen Vergleich der Corporation mit der Aktiengesellschaft vornehmen, wird einheitlich argumentiert, wenn die Frage beantwortet werden soll, wer in der Unternehmung die Kontrolle ausübt: "In Streugesellschaften fällt die Macht an das aktive management (Vorstand), in Majoritätsgesellschaften an die institutionelle Interessenvertretung der einflußreichen Gruppe (Aufsichtsrat). In dem Maße, in dem ownership und control auseinanderfallen, fallen management und control zusammen. 100 Jahre Erfahrung in den USA und Deutschland beweisen das." [2] Wiethölter (1961, S.303). M.a.W. man sieht für die Aktiengesellschaft die gleiche Entwicklung wie für die Corporation; also keine Änderung der Kontrolldebatte aufgrund der dennoch vorhandenen Unterschiede zwischen der Unternehmensverfassung der Aktiengesellschaft und der Corporation. In dem angeführten Zitat wird von einflußreichen Gruppen gesprochen, die über den Aufsichtsrat ihre Macht ausüben; damit sind bisher uneingeschränkt die Eigentümer gemeint. In Deutschland können aber dem Aufsichtsrat auch Arbeitnehmervertreter angehören; dies führt uns zur zweiten Bemerkung.

---

1) Vgl. Mestmäcker (1958), Wiethölter (1961), Großfeld (1968), Steinmann (1969).

2) Unterstrichene Worte im Original kursiv gedruckt.

(2) In dem Untersuchungszeitraum 1961 - 1970, der dieser Arbeit zugrunde liegt, regeln i.w. drei Gesetze das Ausmaß der Mitbestimmung von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat: das Betriebsverfassungsgesetz 1952, das Montanmitbestimmungsgesetz 1951 [1] und das Mitbestimmungsergänzungsgesetz 1956.[2] Das Betriebsverfassungsgesetz gilt generell und bestimmt für Aktiengesellschaften [3] (ausgenommen sind Familiengesellschaften mit weniger als 500 Beschäftigten), daß ein Drittel der Aufsichtsratsmitglieder von Arbeitnehmervertretern besetzt werden müssen. Die anderen beiden Gesetze regeln die Mitbestimmung im Montanbereich und betreffen dort solche Aktiengesellschaften, die i.d.R. mehr als 1000 Beschäftigte haben. Bei ihnen wird der Aufsichtsrat paritätisch besetzt, d.h. gleiche Anzahl von Aufsichtsratsmitgliedern für Arbeitnehmer und Anteilseigner plus einem neutralen Vertreter. Diese Regelung betrifft in der vorgelegten Studie, die nur die Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes zum Gegenstand hat, die Eisen und Stahl erzeugende Industrie; in ihr unterlagen 1969 23 Aktiengesellschaften der Montanmitbestimmung (Mitbestimmungskommission, 1970, S.229-233). Angesichts dieser Gegebenheiten erhebt sich zumindest für die Eisen und Stahl erzeugende Industrie die Frage, ob in ihrem Kontext die Begriffe Eigentümerkontrolle und Managerkontrolle zur Beschreibung der Machtkonstellation in den Unternehmen genügt; oder ob es nicht notwendig

---

1) Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie vom 21.5.1951.

2) Gesetz zur Ergänzung des Gesetzes über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie vom 7.8.1956.

3) Hier werden nur die Auswirkungen dieser Gesetze auf Aktiengesellschaften beleuchtet.

wird, den Begriff Arbeitnehmerkontrolle zu etablieren und den Einfluß der Arbeitnehmer auf die Unternehmensführung in das Kalkül einzubeziehen. Wir wollen hier aber nicht auf die Diskussion über die Mitbestimmung eingehen, die gerade in den letzten Jahren vor Einführung des Mitbestimmungsgesetzes vom 4.Mai 1976 lebhaft geführt wurde[1)2)], sondern wir wollen berichten, wie sich im Montanbereich der Einfluß der Arbeitnehmervertreter faktisch ausgewirkt hat. Nach dem Bericht der Mitbestimmungskommission (1970) und der Untersuchung von Brinkmann - Herz (1972) kann man hierzu resümieren, daß sich die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat überwiegend mit solchen Gebieten beschäftigten, die die Interessen der Arbeitnehmer unmittelbar betreffen, wie soziale Sicherung der Belegschaft (insbesondere Arbeitsplatzerhaltung), Vorschlag zur Bestellung des Arbeitsdirektors, Erhaltung der Mitbestimmungsrechte. Insbesondere bei einer Kernfrage der Kontrolldebatte, nämlich wer faktisch den Vorstand (ausgenommen den Arbeitsdirektor) bestimmt, wird in diesen Untersuchungen einhellig berichtet, daß in dieser Frage die Arbeitnehmervertreter keine Initiative ergreifen. Neue Vorstandsmitglieder werden zwar vom Aufsichtsrat berufen, die Initiative bis zur Entscheidungsvorlage ergreift jedoch der Aufsichtsratsvorsitzende (oder ein Aufsichtsratspräsidium), der dabei die Vorschläge (oder Weisungen) des bisherigen Vorstandes - im Falle von Publikumsgesellschaften - oder des Mehrheitsaktionärs berücksichtigt.[3)] Ebenso behindern die Arbeitnehmervertreter

---

1) Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer - MitbestG 1976

2) Vgl. Albach u. Sadowski (1976), Biedenkopf (1972), Böhm u. Briefs (1971), Brinkmann-Herz (1975), Haberland-Seiler (1976), Lattmann u. Ganz-Keppeler (1972), Mitbestimmungskommission (1970), Raiser (1973), Schwerdtfeger (1973).

3) Mitbestimmungskommission (1970, S.72-87), Brinkmann-Herz (1972, S.145-151), Hensche (1976, S.441-464).

die allgemeine Unternehmenspolitik nur in dem Maß, wie ihre eigenen Gebiete berührt werden. Dabei sind folgende tendenzielle Einstellungen beachtenswert:

- Anerkennung des Rentabilitätsstrebens als Unternehmensziel, auch im Fall von Rationalisierungsmaßnahmen, sofern der Beschäftigungsstatus gesichert ist.

- Unterstützung des Managements in Expansionsmaßnahmen (Mitbestimmungskommission, 1970, S.72-84).[1)]

Die hier aufgezeigten Verhältnisse lassen den Schluß zu, daß in Zeiten wirtschaftlicher Stabilität (insbesondere Vollbeschäftigung) und erst recht in Zeiten des wirtschaftlichen Wachstums, die Unternehmenskontrolle entweder von den Managern oder den Eigentümern ausgeübt wird. Dies gilt wohl erst recht für die übrigen Industrien des verarbeitenden Gewerbes für die lediglich eine Ein-Drittel-Beteiligung der Arbeitnehmer im Aufsichtsrat im Untersuchungszeitraum 1961 - 1970 (nach dem Betriebsverfassungsgesetz von 1952, § 76) vorgesehen ist (Mitbestimmungskommission, 1970, S.72-87). Somit erscheint es in dieser Arbeit nicht notwendig, die bisher vorgetragene Theorie zu modifizieren, indem die Arbeitnehmer als dritte mögliche Einflußgruppe auf die Unternehmenskontrolle explizit berücksichtigt werden. Anzumerken bleibt jedoch, daß eine solche Vorgehensweise möglicherweise nicht berechtigt ist, wenn man eine Untersuchung in der gegenwärtigen schwierigen Wirtschaftslage durchführen würde oder - in die Zukunft gerichtet - eine Untersuchung vornehmen würde Anfang der achtziger Jahre, wenn das neue Mitbestimmungsgesetz voll zum Tragen kommt. Dann wird es möglicherweise notwendig, die Theorie des Managerialismus für deutsche Verhältnisse um die Komponente der Arbeitnehmerkontrolle zu erweitern.

---

1) Vgl. Rauscher (1971, S.87-108), Gaugler (1971, S.109-130).

3. Beschreibung des Datenfeldes

Die hier vorgelegte Studie steht in Zusammenhang mit dem Forschungsprojekt "Kontext, Organisation und Erfolg." [1] Im Rahmen dieses Projektes wurde (und wird) eine umfangreiche Datenerhebung und Datenaufbereitung vorgenommen:

Es werden die Bilanzabschlüsse der deutschen Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes für die Jahre 1961 - 1975, die Kapitalbesitzverhältnisse dieser Aktiengesellschaften für die Jahre 1961, 1966, 1970, 1975 und Angaben zu den Mitgliedern von Aufsichtsräten und Vorständen für 15 ausgewählte Industrien über den genannten Zeitraum erhoben ("Sekundärdatenbereich").
Desweiteren werden ca. 80 Aktiengesellschaften in vier ausgewählten Industrien zu nichtveröffentlichten Angaben befragt ("Primärdatenbereich").
In dieser Studie wird auf die Daten der Bilanzabschlüsse, die Daten zu den Kapitalbesitzverhältnissen und in einem Spezialfall auf die Daten zu den Mitgliedern der Vorstände zurückgegriffen.

---

1) Dieses Projekt steht unter der Leitung von Prof.Poensgen und wird z.Zt. in Saarbrücken durchgeführt; s. insbes. Poensgen (1975).

3.1 Daten zur Bilanz

Im Bereich der Bilanzdaten werden die Jahresabschlüsse für alle deutschen Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes für die Jahre 1961 - 1975 mit allen Einzelmerkmalen und - wo nötig und erhaltbar - ergänzt um das Merkmal Beschäftigte aufbereitet und auf EDV (auf der TR 440 des Rechenzentrums der Universität des Saarlandes) in einer Plattenorganisation zugriffsfähig gehalten.[1] Bisher stehen zur Auswertung die Jahresabschlüsse für die Jahre 1961 - 1970 zur Verfügung. Die Anzahl der bisher EDV-zugriffsfähigen Jahresabschlüsse[2] pro Jahr (Schwankungsbreite ca. 800 - 1000 Unternehmen) entspricht im wesentlichen den Angaben wie sie vom Statistischen Bundesamt in der Fachserie D, I Abschlüsse der Kapitalgesellschaften gemacht werden. Dort ist auch die Liste der einbezogenen Aktiengesellschaften vermerkt. Die Bilanzdaten, aus denen sowohl abhängige wie unabhängige Variablen abzuleiten sind, begrenzen somit diese Untersuchung in zeitlicher Hinsicht auf die Jahre 1961 - 1970.

---

1) Es handelt sich um die veröffentlichten Jahresabschlüsse, die nicht der Geheimhaltung unterliegen. Sie wurden vom Statistischen Bundesamt, Wiesbaden zur Verfügung gestellt. Weitere Angaben hierzu bei Quartz (1976, S.127-130).

2) Allerdings ohne den Wirtschaftszweig Brauereien und einigen Lücken, die ca. 10 % des Datenmaterials betreffen. Die Hinzufügung der Brauereien, die Schließung der Lücken und die Aktualisierung der Datenbank bis 1975 wird gegenwärtig vorgenommen, sodaß voraussichtlich Mitte 1978 alle Abschlüsse zu Auswertungszwecken zur Verfügung stehen.

3.2 Daten zu Kapitalbesitzverhältnissen

Im Zeitraum März 1976 bis April 1977 wurden Angaben zu den Kapitalbesitzverhältnissen der deutschen Aktiengesellschaften (ohne Brauereien) erhoben und auf EDV zugriffsfähig zu Auswertungen bereitgestellt. Für alle diese Gesellschaften dienen als Hauptquelle die Veröffentlichungen der Commerzbank"Wer gehört zu Wem",[1] wobei folgende Auflagen (entsprechend ihrem Stand) den folgenden Stichjahren zugeordnet sind:

Stichjahr	Quelle
1970	Wer gehört zu Wem, 9. Auflg. 1971
1966	Wer gehört zu Wem, 7. Auflg. 1967
1961	Wer gehört zu Wem, 5. Auflg. 1961

Gelegentlich wurden zur Ergänzung der Angaben dieser Datenquelle die entsprechenden Bände von Hoppenstedt's "Handbuch deutscher Aktiengesellschaften"[2] herangezogen. Ferner wurde noch auf folgende Quellen zurückgegriffen: Saling Aktienführer (1962, 1967, 1971),[3] das Wertpapier (Jahrgänge 1961, 1966, 1970), der Volkswirt (Jahrgänge 1961, 1966, 1970).

Für diese Studie interessieren zwei der erhobenen Merkmale als Grundlage der Operationalisierung der Unternehmenskontrollvariablen, nämlich "Art des Besitzers" und "Anteilshöhe.

---

1) Wer gehört zu Wem, Mutter- und Tochtergesellschaften von A - Z. Hrsg.: Commerzbank.

2) Handbuch der deutschen Aktiengesellschaften, Darmstadt: Hoppenstedt.

3) Saling Aktienführer. Die Aktienwerte der deutschen Börse.Darmstadt: Hoppenstedt.

3.3 Weitere Daten

1) Die Managerialismustheorie zielt auf die große Kapitalgesellschaft, deren Kapitalanteile an der Börse gehalten werden. Aus diesem Grunde wird auch hier die börslich notierte Aktiengesellschaft untersucht. Dazu wurde aus dem Börsen- und Wirtschaftshandbuch [1] (1961-1971) die börsliche Notierung der Gesellschaften erhoben; hierbei sind alle Unternehmen berücksichtigt, die an einer der deutschen Börsen (Frankfurt, München, Bremen, Berlin, Düsseldorf) amtlich oder im geregelten Freiverkehr gehandelt werden.

2) Zur Bildung von Erfolgsvariablen, die an dem Marktwert der Gesellschaften orientiert sind, wurde für die Jahre 1961-1971 der jeweilige Börsenkurs zum Jahresanfang der Aktien und das nominelle Aktienkapital für die börslich notierten Unternehmen aufgenommen. Als Datenquelle dient hierzu ebenfalls das Börsen- und Wirtschaftshandbuch (1961 - 1971). Im Zuge dieser Erhebung wurden ebenfalls Angaben zu Kapitalerhöhungen und Kapitalberichtigungen aufgenommen. Um den Arbeitsaufwand dieser Zusatzerhebung zu begrenzen wurden hier nur solche Unternehmen berücksichtigt, für die im Zeitraum 1961 - 1970 gleichzeitig die Bilanzdaten und die Kapitalbesitzverhältnisse vorhanden sind. Dies sind insgesamt ca. 200 Unternehmen.

3) Darüberhinaus wurden aus dem Statistischen Jahrbuch (1964 - 1974)[2] die Industrieumsätze des verarbeitenden Gewerbes für die Jahre 1961 - 1970 zur Bildung der Marktanteilsvariable entnommen.

---

1) Börsen-und Wirtschaftshandbuch (1961 - 1970); 98. - 108. Jahrgang des Börsen- und Wirtschaftskalenders der Frankfurter Zeitung (Societäts-Verlag).

2) Statistisches Jahrbuch für die BRD, Hrsg. Stat.Bundesamt/Wiesbaden. Stuttgart: Kohlhammer.

4. Problematik des Datenfeldes

4.1 Daten zur Bilanz

Der Vergleich von Unternehmen hinsichtlich ihrer Profitabilität oder anderer Erfolgsmaße mit Hilfe von Kennzahlen, die aus den veröffentlichten Jahresabschlüssen errechnet werden, ist problematisch und in der Literatur ausgiebig diskutiert.[1)]
Auf eine generelle Auseinandersetzung mit den einzelnen Argumenten dieser Diskussion wird jedoch im Rahmen dieser Arbeit verzichtet, da nicht zu erkennen ist, welche Vorteile für den Fortschritt dieser Arbeit zu erwarten sind, da es keine Alternative zu den veröffentlichten Jahresabschlüssen gibt.[2)] Dennoch soll Stellung genommen werden zu wichtigen Einwendungen gegen das Arbeiten mit Daten der veröffentlichten Jahresabschlüsse:

1) Der Jahresabschluß ist lediglich eine Momentaufnahme, die außergewöhnliche und aperiodische Gegebenheiten nicht aufdeckt.

2) Bei der Erstellung des Jahresabschlusses existieren Spielräume die es erlauben, Zielsetzungen (wie z.B. Steuerminderung) anzustreben, die nicht bei jeder Gesellschaft gleiche Prioritäten zu haben brauchen.

Dem ersten Argument wird versucht durch zwei Maßnahmen zu begegnen:

a) durch eine statistische Routine [3)] werden Jahresab-

---

1) Vgl. hierzu z.B.Hofmann (1973, S.28-29) und die dort angegebene Literatur; ferner Hauschildt (1971, 1976), Quartz (1976, S.131-135).

2) Steuerbilanzen als Alternative zur Handelsbilanz sind nicht zugänglich und haben ihre eigene Problematik; Sonderrechnungen von Unternehmen zu erhalten - bezogen auf den jeweiligen Untersuchungszweck - ist heute noch aussichtslos.

3) Vgl. Abschnitt IX-1.1 und Quartz (1976, S.207-208).

schlüsse, die zu extremen Werten bei der jeweiligen Kennzahlenberechnung führen, unterdrückt; die Alternative hierzu, nämlich Unternehmen mit solchen extremen Gegebenheiten anhand der Geschäftsberichte individuell zu analysieren muß in Anbetracht des entsprechend großen Arbeitsaufwandes entfallen; auch wäre ein solches Vorgehen leichter dem Vorwurf ausgesetzt, die Daten in eine bestimmte Richtung zu verändern, da es subjektiv ist;

b) die statistischen Auswertungen werden grundsätzlich mit einer kombinierten Längs/Querschnittsanalyse vorgenommen, der ein 10-Jahreszeitraum (1961-1970) zugrunde liegt.
Dies ist eine häufig benutzte Vorgehensweise, durch die gerade periodisch bedingte Schwankungen im Ausweis der Jahresabschlüsse beseitigt werden sollen. Die dabei implizierten Annahmen in statistischer Hinsicht werden später ausführlich diskutiert. Das zweite Argument trifft die vorgelegte Studie nicht im Kern, denn die Managerialismustheorie diskutiert ein entsprechendes Argument im Hinblick auf den Gewinnausweis explizit: sie erwartet einen verdeckten Gewinnausweis durch managerkontrollierte Unternehmen. Desweiteren geht es in dieser Untersuchung nicht um den "wahren" oder "betriebswirtschaftlich" richtigen Gewinn, wenn die Profitabilität verschiedener Unternehmen verglichen wird, sondern es geht um den Vorteil, den der Eigentümer relativ hat (bzw. hatte).
Dieser Vorteil ist im nachhinein - gemessen an den Problemen der Schätzung eines unverzerrten, betriebswirtschaftlich richtigen Gewinnes - relativ einfach zu messen. Dies gilt insbesondere für die Marktrendite einer börslich notierten Gesellschaft.

4.2 Daten zu Kapitalbesitzverhältnissen

Die Daten zu den Kapitalbesitzverhältnissen sind aus folgenden Gründen problematisch:

1) In den Datenquellen existieren nicht zu allen Gesellschaften Angaben zu den Kapitalbesitzverhältnissen.

2) Über den Zeitverlauf sind die Angaben in der Hauptdatenquelle "Wer gehört zu Wem" ausführlicher geworden.

3) Nicht in allen Fällen sind die Angaben zu den Kapitalbesitzverhältnissen vollständig in dem Sinne, daß 100 % des Aktienkapitals nach seinen Besitzern bekannt sind.

4) Die Angaben zu den Kapitalbesitzverhältnissen sind qualitativ nicht gleichartig in Bezug auf die Anteilshöhe, d.h. es gibt sowohl genaue prozentuale Angaben über die Höhe des Anteilsbesitzes als auch kategoriale Angaben wie "über 25 %" oder "Mehrheit".

Tabelle VII-2 : Reichweite der Angaben zu den Kapitalbesitzverhältnissen

	Kapitalbesitzverhältnisse	Börslich notierte Aktiengesellschaften	
		abs.	%
1961	Bekannt	243	78.13
	Unbekannt	68	21.87
	Summe	311	100.00
1966	Bekannt	294	91.02
	Unbekannt	29	8.98
	Summe	323	100.00
1970	Bekannt	282	94.95
	Unbekannt	15	5.05
	Summe	297	100.00

Die angeführten Probleme 1) und 2) sind deutlich aus Tabelle VII-2 abzulesen. Aus ihr wird sichtbar, daß die Informationen über die Kapitalbesitzverhältnisse der Unternehmen im Verlauf der Zeit ausführlicher geworden sind. Dieses Problem ist jedoch nicht zu beseitigen, da keine weiteren Informationen vorhanden sind und führen somit zu einer Verringerung der Beobachtungszahlen.
Das dritte und vierte Problem wird dadurch zu lösen gesucht, daß die Variable "Unternehmenskontrolle" unter der Zielsetzung größtmöglicher Fehlerfreiheit operationalisiert wird.[1)]

---

1) Vgl. den folgenden Abschnitt VIII-1.1 .

VIII Operationalisierung der unabhängigen Variablen und statistische Verfahren

1. Operationalisierung der unabhängigen Variablen

1.1 Unternehmenskontrolle

1.1.1 Vorbemerkung

Über die Arten der Messung der Unternehmenskontrolle wurde bereits ausführlich berichtet im Zusammenhang mit der Kontroverse zwischen Burch (1972) und Larner (1970) über das Ausmaß an Managerkontrolle in den USA.
Diese beiden dort diskutierten Konzeptionen zur Messung der Unternehmenskontrolle sind gleichzeitig die beiden grundlegenden Konzeptionen, die von der Mehrzahl der Autoren, die Hypothesen der Managerialismustheorie testen, verwendet werden. Die erste Konzeption mißt das größte Aktienpaket , das sich im Besitz einer (oder mehrer zusammengehörender) Person(en) befindet. Bei der zweiten Konzeption wird zusätzlich berücksichtigt, inwieweit der größte Aktionär an der Unternehmensführung beteiligt ist. Diese letzte Anforderung ist jedoch i.d.R. eine zusätzliche Anforderung, die nur dann zum Tragen kommt, wenn das Paket dieses größten Aktionärs nicht ohnehin schon eine bestimmte Prozentmarke überschreitet.

Für alle Operationalisierungen gilt jedoch, daß sie von einer gemeinsamen Basis ausgehen:

nämlich den Argumenten von Berle und Means (1932); daß sie aber andererseits in der konkreten Ausgestaltung variieren, wobei diese Variation vor allem hervorgerufen wird durch die spezifischen Informationen zu den jeweils betrachteten Unternehmen. Auch der jetzt folgende Operationalisierungsansatz richtet sich nach diesen Gesichtspunkten und den theoretischen Erwägungen[1)], die uns grundsätzlich dazu führen, die Messung der Unternehmenskontrolle anhand der Konzentration des Aktienkapitals als ausreichend zu bezeichnen.

---

1) Vgl. Abschnitt IV-2.3

1.1.2 Operationalisierung

(1) Zunächst ist beabsichtigt alle börslich notierten Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes im Hinblick auf ihre Unternehmenskontrolle den Klassen eigentümer- bzw. managerkontrolliert zuzuordnen. Auf eine Schwierigkeit, die nicht zu lösen ist, wurde bereits hingewiesen: nämlich, daß die Datenquelle nicht zu allen Unternehmen Informationen zu ihren Kapitalbesitzverhältnissen liefert. Dies liegt u.a. daran, daß in Deutschland eine geringere Publizitätspflicht für die Kapitalbesitzverhältnisse vorliegt als in den USA, wo jedes Paket von 10 % oder mehr meldepflichtig ist. In Deutschland ist lediglich für Unternehmen vorgeschrieben, daß sie es einer Aktiengesellschaft melden, wenn sie einen Anteil von 25 % oder mehr halten (AktG von 1965, §§ 20 - 22). Diese Meldung löst ihrerseits eine Veröffentlichungspflicht bei der betreffenden Aktiengesellschaft aus; dies gilt erneut bei einer Mehrheitsbeteiligung. Für natürliche Personen gilt dieser Sachverhalt jedoch nicht.

(2) Auf (1) aufbauend nehmen wir somit an, daß in der Datenquelle das Ausmaß von Unternehmensbesitz - soweit es Pakete betrifft - richtig abgebildet ist. Uns interessiert aber der Unternehmensbesitz nur indirekt, nämlich insoweit durch ihn eine Abgrenzung gegenüber den Kontrollgruppen - eigentümerkontrolliert bzw. managerkontrolliert möglich ist.[1)]

(3) Basierend auf den Überlegungen von Berle und Means (1932, S.69-70) wird auch in dieser Studie die Unternehmenskontrolle anhand der Konzentration des Aktienkapi-

---

1) Da das Aktiengesetz 1937 eine solche Regelung nicht kennt, sind die folgenden Überlegungen für den Anfangszeitraum der Untersuchung zu relativieren.

tals gemessen und zwar mit folgender Ausprägung:

managerkontrollierte Unternehmen - 75 % oder mehr des Aktienkapitals ist gestreut

eigentümerkontrollierte Unternehmen - es existiert wenigstens ein Paket über 25 % des Aktienkapitals, das in Händen einer Person oder Personengruppe (Familie) liegt und es existiert kein weiteres Paket in Höhe von 25 % oder mehr des Aktienkapitals, das nicht in Händen einer Person oder Personengruppe (Familie) liegt.

Die vorstehende Operationalisierung ist erklärungs- und begründungsbedürftig.

(4) Die Meßvorschrift zur Bestimmung von managerkontrollierten Unternehmen unterscheidet sich von den Vorläufern lediglich in der Höhe der Prozentmarke. Sie wurde hier auf 75 % oder mehr in Streubesitz aus zwei Gründen gesetzt: (a) durch diese Marke ist gewährleistet, daß keine Sperrminorität existiert; die ja gemäß dem Aktiengesetz besondere Einflußnahme ermöglicht (Verhinderung von Satzungsänderungen usw.); (b) die Marke wird weiter nicht höher angesetzt, weil die betrachteten Unternehmen im Durchschnitt kleiner sind als die in den vergleichbaren amerikanischen Studien, wodurch die Annahme berechtigt ist, daß die beherrschende Einflußnahme auf die Ernennung der Vorstandsmitglieder erst mit einem größeren Aktienpaket ermöglicht ist. Anzumerken ist hierzu noch, daß eine Gesellschaft nur dann als managerkontrolliert klassifiziert ist, wenn bekannt ist, daß 75 % oder mehr der Aktien gestreut sind. Diese Bemerkung ist deshalb von Bedeutung, weil in der Hauptdatenquelle (Wer gehört zu Wem) erst in der 12. Auflage (1977) mit Kon-

sequenz auch die sogenannten Publikumsgesellschaften aufgenommen sind. Für die früheren Jahre mußte daher auf die übrigen, bereits diskutierten Datenquellen zurückgegriffen werden.

(5) Bei der Meßvorschrift zur Bestimmung von eigentümerkontrollierten Unternehmen gelten für die Höhe der Prozentmarke die Argumente in (4) sinngemäß. Darüberhinaus berücksichtigt diese Meßvorschrift die besonderen Gegebenheiten der deutschen Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes und die Art der Informationsquellen:
(a) Besondere Gegebenheiten in Bezug auf die deutschen Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes im Vergleich zu den amerikanischen Untersuchungen liegen deshalb vor, weil in Deutschland in hohem Ausmaß Unternehmen als Besitzer auftreten, während in den USA sich die Untersuchungen von vornherein auf die großen Unternehmen - wie z.B. Fortune's 500 größte Unternehmen - beschränken, wo grundsätzlich nur selbständige Unternehmen (Muttergesellschaften) gelistet sind. Die vorstehende Definition sorgt dafür, daß Aktiengesellschaften in denen andere Unternehmen mindestens eine Sperrminorität halten, von der Untersuchung ausgeschlossen werden.
(b) Es wurde bereits darauf hingewiesen, daß die zur Verfügung stehenden Informationsquellen nicht immer über 100 % des Aktienkapitals Auskunft geben. Nach der obigen Meßvorschrift werden aber auch dann Unternehmen als eigentümerkontrolliert klassifiziert, wenn z.B. nur bekannt ist, daß eine Person über 25 % der Aktien hält und sonst keine weiteren Angaben vorhanden sind. Diese Vorgehensweise wird wie folgt begründet: wie in Punkt (1) - (2) bereits argumentiert, kann der nicht bekannte Rest des Aktienkapitals wiederum nur in Händen von natürlichen Personen[1)2)] liegen,

---

1) Andere Besitzertypen (also außer natürlichen Personen und Unternehmen) wie Bund, Land, Gemeinde, Stiftung, Gewerkschaft, oder Genossenschaften spielen in der vorgelegten Untersuchung keine gewichtige Rolle. Wo sie dennoch mit Sperrminoritäten auftreten, wird das betrachtete Unternehmen ausgeschlossen.
2) Diese Folgerung gilt streng nur für die Erhebung in den Stichjahren 1966 und 1970.

und zwar entweder gestreut oder wiederum konzentriert. Liegt für den Rest Streubesitz vor, so sind keine weiteren Überlegungen anzustellen und es wird richtig zugeordnet. Ist der Rest konzentriert, so liegt nach wie vor Eigentümerkontrolle vor, denn wir erwarten in unserer typisierenden Betrachtung keine Verhaltensunterschiede zwischen Großaktionären, d.h. zwischen Eigentümern, die ihre Interessen durchsetzen können.

(6) Somit führt die vorgelegte Meßvorschrift dazu, daß nur solche Unternehmen nach ihrer Kontrolle klassifiziert werden, in denen natürliche Personen die Eigentümer sind (bzw. keine anderen Unternehmen mit wenigstens einer Sperrminorität beteiligt sind). Dies hat den Vorteil einer widerspruchsfreien Klassifizierung, aber auch den Nachteil, daß eine große Anzahl von Aktiengesellschaften nicht klassifizierbar ist. Dieser Nachteil ist jedoch im Rahmen der vorgetragenen Theorie und Hypothesen nicht zu überwinden.[1] Es ist zwar denkbar, daß konzentrierter Unternehmensbesitz eine besondere Form der Managerkontrolle darstellt, aber welche genauen Implikationen dies hat, müßte erst herausgearbeitet werden. Zudem erweitern sich in diesem Zusammenhang die empirischen Testprobleme sofort, da die Jahresabschlüsse von Tochtergesellschaften vielfältigen Einwirkungsmöglichkeiten durch die Muttergesellschaften unterliegen. Die sich durch diese beiden skizzierten Probleme - Theoriedefizit und Vergleichbarkeit - ergebenden Komplikationen müssen in dieser Studie ungelöst und einer späteren Untersuchung vorbehalten bleiben.

---

1) Vgl. Elliott (1972, S.1310).

1.2 Unternehmensgröße

1.2.1 Alternative Maße

In den meisten Beiträgen zur empirischen Überprüfung von Hypothesen der Managerialismustheorie wird die Unternehmensgröße als kontrollierende Variablen in den Test aufgenommen.[1] Dabei werden vor allem als Größenmaße die Umsätze oder das eingesetzte Gesamtkapital benutzt, und zwar als Klassen- oder kontinuierliche Variable, die auch in logarithmierter Form eingeführt wird. Neben diesen beiden Maßen stehen weiter zur Verfügung: Nettoproduktion, Beschäftigte. Jedes der vorgenannten Maße bildet spezielle Aspekte der Unternehmensgröße ab, die kurz diskutiert werden sollen.

(a) Beschäftigte

Das Größenmaß Beschäftigte zielt ab auf die organisatorische Komplexität eines Unternehmens. Monsen und Downs (1965) haben es vorgeschlagen im Zusammenhang mit ihren Argumenten zur notwendigen Delegation von Entscheidungsbefugnissen mit wachsender Unternehmensgröße durch den Eigentümerunternehmer, die schließlich zu einem Einflußverlust führt. In dieser Studie bleibt das Maß Beschäftigte jedoch außer Ansatz, weil dieses Merkmal nicht zu allen Unternehmen bekannt ist und zu einer weiteren Reduktion der Stichprobengrößen in Höhe von 10 - 20 % führt; dies ist hier ein besonderer Nachteil, weil wir schon durch die Messung der Unternehmenskontrolle erhebliche Beobachtungsausfälle im Vergleich zur Gesamtzahl der börslich notierten Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes hinnehmen müssen.

---

1) Kamerschen (1968), Monsen u.a. (1968), Larner (1970), Radice (1971), Elliott (1972), Boudreaux (1973), Palmer (1973a), Holl (1975), McEachern (1975), Ware (1975), Kania u. McKean (1976).

(b) Umsatz

Das Maß Umsatz zielt in erster Linie auf die Größe eines Unternehmens auf seinem Absatzmarkt ab und indiziert wenn auch sehr unvollkommen Marktmacht. Zu dieser Indikation wollen wir es in modifizierter Form benutzen und intensiver im nächsten Abschnitt diskutieren.

(c) Nettoproduktion

Nettoproduktion unterscheidet sich im wesentlichen vom Umsatz dadurch, daß dieser um den Materialeinsatz gekürzt und um die aktivierten Eigenleistungen erhöht wird. Dieses Maß ist besonders geeignet, wenn Unternehmen aus volkswirtschaftlicher Sicht verglichen werden. Es spiegelt die Periodenleistung der im Unternehmen eingesetzten Ressourcen (Arbeit und Kapital) wider. Ein Vorteil dieses Maßes gegenüber dem am nächsten zu diskutierenden liegt darin, daß es relativ frei von Bewertungsspielräumen aus dem Jahresabschluß zu errechnen ist.

(d) Gesamtkapital

Das Maß Gesamtkapital ist zunächst ein Indikator für vermutete Skalenvorteile großer Unternehmen in der Produktion. Dazu scheint es besser geeignet als die Nettoproduktion, da solche Vorteile im verarbeitenden Gewerbe wohl eher dem Faktor Kapital als dem Faktor Arbeit zuzuschreiben sind. Das eingesetzte Kapital indiziert aber nicht nur die Möglichkeit eines Unternehmens bei der Ausnutzung einer Investitionsgelegenheit alle Skalenvorteile auszuschöpfen, sondern auch die Möglichkeit alle gewinnbringenden Investitionen zu realisieren. In dieser letztgenannten Möglichkeit sehen Baumol (1967, S.34-35) und Hall und Weiss (1967, S.322) einen entscheidenden Punkt für die Überlegenheit großer Unternehmen, die aufgrund ihrer Kapitalausstattung (bzw. ihrer besseren Fähigkeit Kapital zu akkumulieren) eine größere Operationsbreite haben als kleine Unternehmen.

1.2.2 Auswahl des Maßes

Smyth u.a. (1975, S.27) empfehlen bei der Auswahl des Größenmaßes keine willkürliche Entscheidung zugunsten eines Maßes vorzunehmen, da sie nachweisen können, daß selbst bei hoher Interkorrelation der Größenmaße, die Ergebnisse auf das verwendete Maß sensitiv sein können. Die allgemeinen Vorteile großer Unternehmen scheinen - wie oben diskutiert - am besten durch das Gesamtkapital indiziert zu werden, sodaß bei der Operationalisierung auf dieses Maß zurückgegriffen wird. Dennoch wurden in vorbereitenden Testläufen neben dem Gesamtkapital auch die Größenmaße Nettoproduktion und Umsatz berücksichtigt. Dabei zeigte sich eine extrem hohe Interkorrelation dieser Maße in unserem Datenfeld, die 0.97 nicht unterschreitet. Ebenso waren die Testergebnisse nicht sensitiv auf das verwendete Maß, sodaß in dieser Studie die Auswahl des Größenmaßes - entgegen der Erwartungen von Smyth u.a. (1975, S.27) - kein kritisches Problem ist. Das gleiche gilt überraschenderweise auch für die Frage, ob das Größenmaß deflationiert werden sollte; denn aus theoretischer Sicht ist es richtig in einem kombinierten Längs-Querschnittsansatz das Größenmaß zu deflationieren. Daher wurden - ebenfalls in vorbereitenden Läufen - die Maße Nettoproduktion und Umsatz industrieweise mit Hilfe des Index der Erzeugerpreise deflationiert. Auch hier zeigte sich, daß alle Größenmaße: Gesamtkapital (GKAP), Umsatz (UMSA), deflationierter Umsatz (UDEF), Nettoproduktion (NETP) und deflationierte Nettoproduktion (NDEF) miteinander nicht unter 0.97 interkorreliert sind (die genaueren Werte sind Tabelle VIII-1zu entnehmen). Daher wurde das Problem der Deflationierung in Bezug auf das Größenmaß nicht weiter verfolgt.

Tabelle VIII-1 : Interkorrelation ausgewählter Größenmaße

	GKAP	UMSA	UDEF	NETP	NDEF
GKAP	1.0000	0.9793	0.9808	0.9838	0.9849
UMSA		1.0000	0.9989	0.9901	0.9889
UDEF			1.0000	0.9894	0.9904
NETP				1.0000	0.9989
NDEF					1.0000
N = 716					

Zum Schluß ist die Frage zu beantworten, ob das verwendete Größenmaß absolut oder logarithmiert in die Testansätze eingeführt werden soll. Dies ist die Frage danach, ob der Größeneinfluß proportional oder prozentual wirkt. Wir beschränken uns hier auf die Hypothese des prozentualen Größeneinflusses [1] und operationalisieren demnach Größe als: natürlicher Logarithmus des Gesamtkapitals zum Jahresende, wobei Gesamtkapital gemessen wird als:

Gesamtkapital = Bilanzsumme
- Bilanzverlust
- ausstehende Einlagen
- Wertberichtigungen

1) Siehe hierzu die ausführliche Diskussion bei Quartz (1976, S.187-194, insbesondere S.194).

1.3 Marktanteil

In dieser Untersuchung wird der Marktanteil eines Unternehmens gemessen als der prozentuale Anteil des Unternehmensumsatz am Industrieumsatz. Die Angaben zu den Industrieumsätzen entstammen dem statistischen Jahrbuch. Diese einfache Messung auf einer Ebene, die der 2-stelligen SIC-Klassifikation entspricht, hat den Vorteil, daß bei den breiten Klassifikationsrichtlinien des statistischen Bundesamtes zur Abgrenzung der Industrien des verarbeitenden Gewerbes die meisten Unternehmen auch tatsächlich innerhalb dieser Industrien arbeiten. Dem steht natürlich entgegen, daß eine breite Abgrenzung dazu führt, gerade kleine, spezialisierte Unternehmen systematisch in ihrer relativen Größe zu untertreiben. Geeigneter ist demnach ein Maß, daß den Marktanteil auf der 4-stelligen Ebene[1] bestimmt und für solche Unternehmen, die in mehreren 4-stelligen Industrien arbeiten, einen an seinen Umsatzanteilen gewichteten Marktanteil berechnet. Auch dann ist man zwar vom "relevanten Markt"[2] in vielen Fällen schon weit entfernt, weil z.B. regionale Märkte existieren (wie in der Zement- oder Bierindustrie) oder weil auch die 4-stellige Abgrenzung noch keine Produktmärkte bildet (so z.B., wenn Herren- und Damenschuhe auf eine Gruppe entfallen oder wenn die Abgrenzung nach dem verarbeiteten Material vorgenommen ist und nicht nach der Verwendungsart des Produktes wie in der kunststoffverarbeitenden Industrie). In dieser Untersuchung kann jedoch ein solch feineres Maß nicht gebildet werden, da die Unternehmensumsätze nur global vorhanden sind. Ein Versuch des Verfassers, aus den Angaben zu den Tätigkeitsgebieten der Unternehmen, wie sie in Hoppenstedts Handbuch der Aktien-

---

1) Der 4-stelligen Ebene der SIC-Klassifikation entspricht in Deutschland in etwa die 4-stellige Ebene des Warenverzeichnisses der Industrie.

2) Vgl. Kaufer (1967).

gesellschaften und in den Geschäftsberichten bekanntgegeben werden, das 2-stellige Marktanteilsmaß zu verbessern, scheiterte daran, daß diese Angaben entweder global oder unsystematisch sind, sodaß keine entscheidende Maßverbesserung hergestellt werden konnte, die den hohen Arbeitsaufwand gerechtfertigt hätte.

1.4 Konzentration

Früher wurde angeregt[1] nicht nur eine unternehmensspezifische Variable zu bilden, die auf die Marktmacht des Unternehmens hindeutet, sondern auch die aktuelle Konkurrenz zu berücksichtigen, die eine wesentliche Kontextvariable im Hinblick auf die Profitabilität eines Unternehmens darstellt. Die Konzentration ist eine industriespezifische Gegebenheit und wird in dieser Untersuchung auch dazu benutzt, Industrien "gleicher" Konzentrationsraten zusammenzufassen. Die Daten hierzu sind der Arbeit von Quartz (1976)entnommen, der für 23 Industrien des verarbeitenden Gewerbes die 10-Firmen Konzentrationsrate (KZ_{10}) für 1965 berichtet.[2] Wie bei Quartz (1976, S.186) wird eine Klassenbildung nach der Höhe der KZ_{10} vorgenommen, allerdings hier nur eine 2-wertige Klassenbildung in hoch-und niedrigkonzentrierte Industrien; der Schnittpunkt beträgt hierbei 28,6 % für die KZ_{10}. In Tabelle VIII-2 sind die Konzentrationsraten (KZ_{10}) der Industrien dargestellt. Grundsätzlich bietet sich hier von der Höhe

---

1) Vgl. VI-6

2) Vgl. Quartz (1976, S.182-185); diese Daten entstammen Kurandt (1972).

Tabelle VIII-2 : Konzentrationsraten KZ_{10} für 23 Industrien - 1965 [1)]

Industriename	KZ_{10}	
Mineralölverarbeitung	88.3	mittlere bis hohe Konzentration
Straßen- und Luftfahrzeugbau	75.6	
Schiffbau	67.9	
Lederherstellung	55.7	
Gummi und Asbest	54.8	
Zellstoff-und Papiererzeugung	48.4	
Glas	47.5	
Feinkeramik	47.4	
Chemie	43.3	
NE-Metallerzeugung,-gießerei	42.3	
Elektrotechnik	42.2	
Eisen- und Stahlerzeugung	40.1	
Feinmechanik, Optik, Uhren	28.6	
Lederverarbeitung	21.5	niedrige Konzentration
Kunststoffverarbeitung	21.1	
Stahl- und Leichtmetallbau	18.6	
Papierverarbeitung, Druckerei	18.0	
Maschinenbau	17.7	
Steine und Erden	17.4	
Holzbe- und verarbeitung	12.3	
EBM-Waren	11.9	
Bekleidungsgewerbe	8.5	
Textilgewerbe	8.1	

1) Aus Quartz (1976, S.186).

der Raten eine Dreiteilung an, wie sie Quartz (1976, S.186) vorgenommen hat. Da in unserer Stichprobe die ersten 5 Industrien nach der Höhe der KZ_{10} äußerst schwach besetzt sind, haben wir nur eine Zweiteilung vorgenommen, sodaß die Begriffe hoch- gegenüber niedrigkonzentrierten Industrien auch bezeichnet werden können als mittel- gegenüber niedrigkonzentriert.[1)]

---

1) Im Vergleich zu den früheren Ausführungen zum Zusammenhang Konzentration und Rendite sind die hier erreichten Konzentrationsgrade so niedrig, daß man in Analogieschluß keine Differenzierung nach der Höhe der Rendite erwarten muß. Andererseits ist zu berücksichtigen, daß sich die KZ_{10} hier auf größere Wirtschaftseinheiten beziehen (2-stellige Abgrenzung gegenüber der 4-stelligen Abgrenzung in den amerikanischen Studien). In Ermangelung geeigneter Daten existiert jedoch zur Zeit keine Alternative zu dem Vorgehen hier.

2. Allgemeine Testansätze und statistische Verfahren

2.1 Allgemeine Testansätze

2.1.1 Kombination von Jahresquerschnitten (Pooling)

In dieser Untersuchung steht der Zeitraum von 1961-1970 als Testperiode zur Verfügung. Der größte Teil der Variablen kann dabei jährlich gemessen werden. Eine Ausnahme bildet die Kontrollvariable, die wegen des hohen Arbeitsaufwandes nur für die Jahre 1961, 1966 und 1970 erhoben wurde. Da sich jedoch diese Variable in ihrer Ausprägung nur diskontinuierlich ändert und ein wechselnder Sprung innerhalb der Klassen während des Untersuchungszeitraumes unwahrscheinlich ist, erscheint die Annahme gerechtfertigt, daß Unternehmen, die in 1961 und 1966 keine Änderung in ihrer Kontrollklasse aufweisen, auch in den Jahren 1962 bis 1965 dieser Kontrollklasse angehören (analog für die Jahre 1966-1970). Mit dieser Annahme steht auch die Kontrollvariable jährlich zur Verfügung, sodaß die Tests mit jährlichen Variablen in einem kombinierten Querschnitt gerechnet werden können, der 10 Jahresquerschnitte enthält (1961-1970).[1] Der allgemeine Testansatz hat in seiner einfachen Form folgendes Aussehen:

$$\text{VIII-1}: \quad Y_{it} = b_o + b_1 K_{it} + u_{it}$$

mit $i = 1,\ldots,N_t$; N_t = Anzahl der Unternehmen im Jahr t

$t = 1961, 1962, \ldots, 1970$

$K = \begin{cases} 0, & \text{wenn das Unternehmen managerkontrolliert ist} \\ 1, & \text{wenn das Unternehmen eigentümerkontrolliert ist} \end{cases}$

Y = abhängige Variable

u = Störterm mit $E(u_{it})=0; E(u_{it}^2) = \sigma^2$

---

1) Im Vorfeld der Tests zur Überprüfung der Renditehypothese wurden auch kombinierte Jahresquerschnitte mit den Jahren 1961, 1966, 1970 gerechnet, die obige Annahme über das Verhalten der Kontrollvariable nicht benötigen. Die Ergebnisse hierzu waren nicht verschieden zu dem 10-Jahresquerschnitt, sodaß ihre Darstellung im Folgenden überflüssig ist.

Dieser Ansatz wird für alternative abhängige Variablen gerechnet, erweitert zu einem multiplen Modell durch Einführung weiterer unabhängiger Variablen,insbesondere der Unternehmensgröße und gelegentlich modifiziert, wenn Erwartungen berechtigt sind, daß die Annahme der Homoskedastie verletzt ist.
Die Rechnung mit kombinierten Querschnitten ist gerechtfertigt, wenn der zu testende Zusammenhang über der Zeit konstant ist. Dann ist dieser Ansatz dem reinen Jahresquerschnitt überlegen, weil seine Schätzungen effizienter sind durch die Berücksichtigung größerer Information.
Eine häufig benutzte Alternative zur Kombination (Pooling) von Jahresquerschnitten liegt darin, daß man mit Mittelwerten über die Jahre der Modellvariablen rechnet. Dieses Vorgehen ist jedoch grundsätzlich nichts anderes als eine Aggregierung der Jahreswerte für jedes Unternehmen. Gruppierungen haben aber außer evtl. rechentechnischen Vorteilen, die nicht zu Buche schlagen, zwei Nachteile (Johnston, 1972, S.228-238):

(1) die Schätzung ist weniger effizient als im Falle des Poolings;

(2) das Bestimmtheitsmaß kann höher ausfallen als im Falle des Poolings, was zu Fehlinterpretationen führen kann.

Diese Argumentation gilt uneingeschränkt, wenn beiden Verfahren (Pooling und Mittelwertbildung) die gleichen Modellannahmen zugrunde liegen. Kritisch ist hierbei die Annahme über einen möglichen Meßfehler in Bezug auf die aus der Bilanz abgeleiteten Daten. So wird an bilanziellen Daten häufig kritisiert, daß sie lediglich eine Momentaufnahme sind und hierbei durch Periodenverschiebungen Verzerrungen oder Fehler auftreten.
Von denen, die die Bilanzen für aussagekräftig halten,wird entgegnet,daß man die Daten über mehrere Jahre der einzelnen

Gesellschaften untereinander vergleicht[1], in denen sich solche Zufälligkeiten ausgleichen sollen; oder man benutzt das Mittlungsverfahren.
Wenn die obige Argumentation zu dem periodenbezogenen Meßfehler bei bilanziellen Daten für die Beurteilung einzelner Unternehmen auch einleuchtend ist, so trifft sie nicht mehr zu, wenn wir eine statistische Analyse durchführen. Hier ist es sinnvoll, den Meßfehler als Zufallsvariable zu betrachten mit folgenden Eigenschaften:

- der Erwartungswert der Zufallsvariablen Meßfehler ist 0
- die Varianz der Zufallsvariablen Meßfehler ist konstant und für alle Unternehmen gleich
- die Zufallsvariable Meßfehler ist unabhängig von übrigen Störtermen.

Unter diesen Annahmen über den Meßfehler ist dann sowohl ein reiner Jahresquerschnitt als auch ein Pooling richtig, während das Mittelwertverfahren die oben genannten Nachteile behält. Aus diesem Grund rechnen wir in den späteren Tests - wo möglich - mit kombinierten Jahresquerschnitten.

2.1.2 Mittelwert-Querschnitt

Anders ist es, wenn eine der zu testenden Variablen nur über einen längeren Zeitraum gemessen werden kann. Dann ist es notwendig, auch die jährlichen Variablen auf diesen Zeitraum anzupassen. Dies ist in dieser Untersuchung der Fall, wenn die Risikohypothese zu testen ist, wobei das Risiko eines Unternehmens z.B. an der Längsschnittvarianz seiner Eigenkapitalrendite über 10 Jahre gemessen wird. Entsprechend werden dann auch die unabhängigen Variablen dem 10-Jahreszeitraum angepasst, indem ihr Mittelwert berechnet wird.

---

1) So z.B. Hofmann (1973, S.28-29), der einen 10-Jahreszeitraum fordert.

2.2 Statistische Verfahren

2.2.1 OLS-Schätzungen

Die Testansätze werden im Fall nur einer erklärenden Variablen mit Hilfe von einfachen Regressionen, im Fall mehrerer erklärender Variablen mit Hilfe von multiplen Regressionen geschätzt. Dabei steht im Vordergrund die OLS-Schätzung (Ordinary Least Squares).[1] Im Fall eines einfachen Modells, in dem die Kontrollvariable als erklärende Variable eingeführt wird, ist diese Vorgehensweise gleichwertig mit einer einfachen Varianzanalyse (im Fall eines multiplen Modells,der Kovarianzanalyse), denn die Kontrollvariable ist eine Dummyvariable.[2] In Gleichung VIII-1 wurde hierzu bereits die Art der Einführung der Dummyvariablen gezeigt, nämlich:

$$Y_{it} = b_o + b_1 K_{it} + u_{it}$$

Da $K_{it} = 0$ ist, wenn die Unternehmung i managerkontrolliert ist und $K_{it} = 1$ wenn sie eigentümerkontrolliert ist, gibt die Schätzung für b_o gerade den Schätzwert der abhängigen Variablen für die Gruppe der managerkontrollierten Unternehmen an. Der Schätzwert von b_1 ist dagegen nicht der Schätzwert der abhängigen Variablen für die eigentümerkontrollierte Gruppe, sondern die Differenz zum Schätzwert von b_o. Dieses Vorgehen hat den Vorteil, daß beim Test des Regressionskoeffizienten $\hat{b}_1$ (der Schätzwert von b_1) gegen Null gerade auch darauf getestet wird, ob der Unterschied zwischen den beiden Klassen von Null verschieden ist. Die Tests werden mit Hilfe des Programms BMDO2R durchgeführt (Biomedical Computer Programs, 1973, S.305-330).

---

1) Ordinary Least Squares wird hier anstelle der Bezeichnung Methode der kleinsten Quadrate benutzt; vgl. Schneeweiß (1971).

2) Vgl. Johnston (1972, S.176-186).

2.2.2 GLS - Schätzungen

Beim Test einiger Hypothesen ist die Vermutung zu berücksichtigen, daß die Residuen heteroskedastisch sind,[1] wodurch die Annahme der Homoskedastie, die dem OLS-Modell zugrunde liegt, verletzt ist. Homoskedastie bedeutet, daß alle Störterme die gleiche Varianz haben, also:

VIII-5 : $E(u_i^2) = \sigma^2$ für alle $i = 1, \ldots, N$

Im Fall der Heteroskedastie gilt, daß für jede Beobachtung i eine andere Varianz der Residuen vorliegt. Die Folge davon ist, daß die Regressionskoeffizienten mit dem OLS-Verfahren ineffizient geschätzt werden. Beseitigen kann man die Heteroskedastie, wenn angenommen werden kann, daß die Varianz der Residuen proportional zu einem Faktor ist, z.B. zur unabhängigen Variablen X, also:

VIII-6 : $E(u_i^2) = \sigma^2 \cdot X_i^2$ für alle $i = 1, \ldots, N$

Dann ist es möglich durch Gewichtung der Beobachtungswerte mit $k_i = 1/X_i$ Homoskedastie "wiederherzustellen". Nach dieser Transformation gilt nämlich:

VIII-7 : $E(u_i^2 \cdot k_i) = \sigma^2$

Der Ansatz zur Errechnung der GLS - Schätzer (Generalized Least Squares)[2] lautet dann allgemein:

VIII-8 : $Y_i k_i = b_o \cdot k_i + b_1 X_i \cdot k_i + u_i \cdot k_i$

Im Gegensatz zum nicht transformierten (OLS-) Ansatz:

VIII-9 : $Y_i = b_o + b_1 X_i + u_i$

---

1) Zum Problem der Heteroskedastie: Johnston (1972, S.214-221); Wesolowsky (1976, S.126-136).

2) Generalized Least Squares wird hier anstelle der Bezeichnung Verallgemeinerte Methode der kleinsten Quadrate benutzt (z.B. Schneeweiß, 1971).

Liegt nun Heteroskedastie vor, so ist die Errechnung der Schätzwerte der Regressionskoeffizienten über den Ansatz VIII-8 gegenüber dem Ansatz VIII-9 vorzuziehen. Zu berücksichtigen ist, daß die Modellkorrelationskoeffizienten, die zu den Schätzungen der Ansätze VIII-8 und VIII-9 gehören, untereinander nicht vergleichbar sind, da VIII-9 ein inhomogener Ansatz ist, während VIII-8 durch die Transformation (von b_o) zu einem homogenen Ansatz geworden ist. Während nämlich bei inhomogenen Schätzungen der Modellkorrelationskoeffizient aus den Schwankungen um den globalen Mittelwert der abhängigen Variablen errechnet wird, wird er bei der homogenen Schätzung aus den Schwankungen um den Ursprung ermittelt (Wesolowsky, 1976, S.134-136).
Bevor wir jedoch die Errechnung der GLS-Schätzer vornehmen, überprüfen wir zunächst, ob die Vermutung der Heteroskedastie statistisch bestätigt werden kann, wobei wir wie Smyth u.a. (1975, S.75-77) den Heteroskedastietest von Goldfeld und Quandt (1965) benutzen.[1] Die GLS-Schätzungen werden ebenfalls mit dem Programm BMDO2R gerechnet, wobei durch den Ursprung geschätzt wird und das gewichtete absolute Glied "extern" mit dem Datenvektor eingegeben wird.

---

1) Zur Erläuterung des Verfahrens vgl. Abschnitt IX-3.3.2

3. Testplan

Nachdem das empirische Feld abgesteckt ist, die unabhängigen Variablen operationalisiert sind und die grundsätzlichen Testansätze und statistischen Verfahren beschrieben sind, können wir uns dem Test der im ersten Hauptteil abgeleiteten generellen Hypothesen zuwenden. Dazu werden nacheinander folgende Zusammenhänge getestet:

- Unternehmensgröße und Unternehmenskontrolle (Kap.IX)
- Rendite und Unternehmenskontrolle (Kap.IX)
- Bewertungsrate und Unternehmenskontrolle (Kap.IX)
- Wachstum und Unternehmenskontrolle (Kap.X)
- Risiko und Unternehmenskontrolle (Kap.XI)
- Managereinkommen und Unternehmenskontrolle (Kap.XII)

In jedem Kapitel werden die generellen Hypothesen zu speziellen präzisiert, die einer Überprüfung zugänglich sind. Ebenso werden die abhängigen Variablen operationalisiert, da ihre konkrete Messung nicht unabhängig von der speziellen Hypothese ist, wie z.B. Rendite als Eigenkapitalrendite oder Marktrendite berücksichtigt werden kann. Desweiteren wird in jedem Kapitel die herangezogene Stichprobe genau erläutert, da die Datenbeschaffenheit keine einheitliche Stichprobengröße für alle Tests zuläßt. Ebenso werden die statistischen Verfahren - wo nötig - deutlich dokumentiert.

IX Größe, Rendite und Unternehmenskontrolle

1. Größe und Unternehmenskontrolle

1.1 Stichprobe

In Tabelle VII-2 haben wir angegeben, für welchen Anteil der börslich notierten Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes Angaben zu den Kapitalbesitzverhältnissen erhoben werden konnten. Tabelle IX-1 zeigt nun - ebenfalls für die drei Erhebungsjahre 1961, 1966 und 1970 - wie hoch davon die Anzahl derjenigen Unternehmen ist, die nach den Operationalisierungsvorschriften zur Unternehmenskontrolle berücksichtigt werden können.

Tabelle IX-1 : Anteil der Unternehmenskontrollgruppen (an den börslich notierten Aktiengesellschaften mit bekannten Kapitalbesitzverhältnissen)

Jahr	Kontrolltyp	Anzahl	%
1961	Unternehmen mit bekannten Kapitalbesitzverhältnissen	243	100.00
	davon managerkontrolliert	22	9.05
	davon eigentümerkontrolliert	80	32.92
	davon nicht zuzuordnen	141	58.03
1966	Unternehmen mit bekannten Kapitalbesitzverhältnissen	294	100.00
	davon managerkontrolliert	21	7.14
	davon eigentümerkontrolliert	75	25.51
	davon nicht zuzuordnen	198	67.35
1970	Unternehmen mit bekannten Kapitalbesitzverhältnissen	282	100.00
	davon managerkontrolliert	16	5.68
	davon eigentümerkontrolliert	57	20.21
	davon nicht zuzuordnen	209	74.11

An Tabelle IX-1 fällt zunächst der hohe Anteil solcher Unternehmen auf, die aus der Untersuchung ausscheiden müssen, da sie keiner der beiden Kontrollklassen zugeordnet werden können. Dies sind vor allem solche Fälle, in denen andere Unternehmen Besitzanteile von über 25 % an der betrachteten Gesellschaft halten. Aber auch solche Fälle, in denen öffentliche Stellen (Bund, Land, Kommune) oder Gewerkschaften als bedeutender Anteilseigner (über 25 %) auftreten. Darüberhinaus ist festzuhalten, daß von den Unternehmen, die in unmittelbarem Besitz natürlicher Personen stehen, die Form des konzentrierten Besitzes stark überwiegt, d.h. es gibt wesentlich mehr eigentümerkontrollierte als managerkontrollierte Unternehmen innerhalb der Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes. Dies ist ein anderes Ergebnis im Hinblick auf die Verbreitung der Unternehmenskontrolltypen als es von Larner (1970), aber auch von Burch (1972) für die USA nachgewiesen wird. Die Bestätigung der niedrigen absoluten Zahlen für managerkontrollierte Aktiengesellschaften zeigt sich auch in der Studie der Monopolkommission (1976), in der die 100 größten deutschen Unternehmen nach ihren Anteilseignern dargestellt sind (vgl. Tabelle IX-2).

Tabelle IX-2 : Zahl und Anteil am Gesamtumsatz der "100 Größten" nach Gruppen von Anteilseignern (Mehrheitsbesitz) - 1972 [1)]

Anteilseigner (Mehrheitsbesitz)	1972 Stand 1972	
	Anzahl	Anteil %
Streubesitz	21	33.0
Ausl.Großunternehmen	19	19.2
Einzelpersonen u.Familien	13	9.0
Öffentl. Hand	4	3.1
"100 Größte"	1	0.4

1) Aus Monopolkommission (1976, S.143).

Zu berücksichtigen ist in der Studie der Monopolkommission (1976), daß dort die Grenze für Streubesitz bei 50 % gezogen ist (im Gegensatz zu dieser Studie, in der die Grenze bei 75 % liegt), sodaß die Monopolkommission (1976) schon unter den 100 größten Unternehmen (für 1972) 21 dem Streubesitz zuweist. Von diesen 21 Unternehmen sind 9 auch in unserer Stichprobe enthalten, nämlich i.w. diejenigen, für die die Monopolkommission (1976, S.157) Streubesitz von über 75 % ausweist.[1] Darüberhinaus finden wir für weitere 7 börslich notierte Aktiengesellschaften die nicht unter den 100 größten Unternehmen [2] rangieren,Streubesitz über 75 %. Weiterhin ist zu Tabelle IX-2 zu bemerken, daß dort nur 58 der 100 größten Unternehmen aufgezählt sind, d.h. für die übrigen 42 Unternehmen existiert kein Mehrheitsbesitz, der einer Anteilseignerart zugerechnet werden kann. Nimmt man ganz grob[3] diese 42 Unternehmen zusammen mit jenen,

- die im Besitz ausländischer Unternehmen (19)
- die im Besitz der öffentlichen Hand (4)
- die im Besitz der "100 Größten" (1)
- die im Streubesitz unter 75 % (12)

sind, so erhält man ungefähr 78 Unternehmen (78 %),die nach unseren Operationalisierungsrichtlinien nicht den Klassen eigentümerkontrollierte oder managerkontrollierte Unternehmen zuzuordnen sind. Dies entspricht der Struktur nach den in der Tabelle IX-1 dargestellten Ergebnissen (für 1970) dieser Studie.

---

1) Die Monopolkommission (1976, S.157) weist Streubesitz von über 75 % für 7 Unternehmen aus; nach unseren Unterlagen trifft dies auch für AEG und Demag im Jahre 1970 zu.

2) Größe gemessen wie in der Studie der Monopolkommission (1976, S.112-114) am Umsatz im Jahr 1972.

3) Unter den "100 Größten" der Monopolkommission sind auch Unternehmen, die nicht dem verarbeitenden Gewerbe angehören.

Doch nun zurück zu der Stichprobe, die in dieser Studie verwendet wird. Tabelle IX-3 gibt den Umfang dieser Stichprobe wieder,differenziert nach Jahren und den beiden Unternehmenskontrolltypen unter der Annahme, daß Unternehmen die im Jahr 1961 und 1966 (bzw. 1966 und 1970) der gleichen Unternehmenskontrollgruppe zugehören auch in den dazwischen liegenden Jahren dieser Gruppe angehören.

Tabelle IX-3 : Struktur der Stichprobe

Jahr	Insgesamt		manager-kontrolliert		eigentümer-kontrolliert	
	Anz.	%	Anz.	%	Anz.	%
1961	96	100.0	22	22.92	74	77.08
1962	72	100.0	19	26.39	53	73.61
1963	74	100.0	19	25.68	55	74.32
1964	74	100.0	19	25.68	55	74.32
1965	73	100.0	19	26.03	54	73.97
1966	81	100.0	18	22.22	63	77.78
1967	63	100.0	16	25.40	47	74.60
1968	62	100.0	16	25.81	46	74.19
1969	59	100.0	16	27.12	43	72.88
1970	62	100.0	15	24.19	47	75.81
Summe	716	100.0	179	25.00	537	75.00

Die Abweichungen der Gesamtzahlen der Beobachtungen in den Jahren 1961, 1966 und 1970 von den Angaben in Tabelle IX-1 bezüglich der zuordenbaren Unternehmen erklären sich aus fehlenden, validen Jahresabschlüssen der entsprechenden Unternehmen in der Bilanzdatei. Diese gehen einmal zurück [1] auf Lücken in der Bilanzdatei, die

1) Vgl. die detaillierten Ausführungen hierzu bei Quartz (1976, S.129, 206 - 208).

durch technische Gründe [1] bei einigen Unternehmen entstanden sind, zum anderen dadurch, daß Unternehmen mit atypischen Jahresabschlüssen [2] aus der Untersuchung herausgenommen wurden und schließlich daraus, daß Unternehmen mit extremen Renditewerten [3] ebenfalls unberücksichtigt bleiben. [4]

---

1) EinigeBilanzformulare waren zum Zeitpunkt des Zugriffs nicht vorhanden; im Zuge der Erweiterung der Bilanzdatei um die Jahre 1971 - 1975 wird dieser Mangel behoben werden. Entsprechende Auswertungsdateien werden jedoch erst Mitte 1978 zur Verfügung stehen.

2) Unternehmen mit atypischen Jahresabschlüssen liegen vor, wenn folgende Positionen Null sind: Umsatz, Löhne und Gehälter, Sachanlagevermögen. In diesen Fällen handelt es sich um Unternehmen, die ihre produktive Tätigkeit aufgegeben haben, aber z.B. noch als Holding fungieren.

3) Zur Bestimmung der extremen Werte wurde die 4-Sigma-Regel benutzt, d.h. solche Unternehmen wurden aussortiert, deren Rendite außerhalb des Streubandes liegt, das wie folgt definiert ist:
Mittelwert aller Unternehmen der Bilanzdatei $\pm$ 4· Standardabweichung um diesen Mittelwert. Zu dieser Vorgehensweise vgl. Quartz (1976, S.207-208).

4) Die Reduzierung der Beobachtungsanzahl für die Summe der Jahre 1961, 1966 und 1970 um 11.8 % von 271 Beobachtungen, für die die Kapitalbesitzverhältnisse festgestellt werden können, auf 239 Beobachtungen, für die gültige Jahresabschlüsse vorliegen, verteilt sich auf die vorgenannten Gründe wie folgt:

Lücken in der Bilanzdatei	6.3 %
Atypische Jahresabschlüsse	2.2 %
Extremwertaussortierung	3.3 %
	11.8 %

1.2 Hypothese, Test und Ergebnis

Die Hypothese zum Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Unternehmenskontrolle besagt, daß die Wahrscheinlichkeit der Managerkontrolle mit zunehmender Unternehmensgröße wächst. Wenn man hier einen kausalen Zusammenhang aufstellen will, so kann man argumentieren: ein Unternehmen wird managerkontrolliert, weil es wächst. Andererseits ist zu bedenken, daß die Managerialisten den managerkontrollierten Unternehmen unterstellen, daß sie stärker wachsen als eigentümerkontrollierte Unternehmen, weil sie managerkontrolliert sind. Wenn wir hier einen (willkürlichen) Zeitraum 1961 - 1970 zur Überprüfung des Zusammenhangs zwischen Größe und Unternehmenskontrolle herausgreifen, so können wir damit rechnen, daß beide Einflußbeziehungen das gegenwärtige Bild geprägt haben. Wir formulieren die betreffende Hypothese deshalb in einfacher Form:

H-IX-1 : Je größer die Unternehmen sind, desto höher ist der Anteil managerkontrollierter Unternehmen

Zur Überprüfung dieser Hypothese teilen wir unsere Stichprobe (N = 716) nach der Größe [1] in zwei Klassen und berechnen den Anteil der managerkontrollierten Unternehmen für die Klasse der großen und die Klasse der kleinen Unternehmen. Wir erhalten für die großen Unternehmen einen Anteilswert von 43.02 % und die kleinen 6.98 % (in der gesamten Stichprobe beträgt der Anteil 25.0 %). Der Unterschied zwischen den beiden Anteilswerten ist signifikant auf dem 0.1 % - Niveau.[2]

---

1) Als Größenmaß verwenden wir hier das Gesamtkapital. Aufgrund der hohen Interkorrelation der Größenmaße in dieser Stichprobe würde sich das Ergebnis nicht ändern, wenn anstelle des Gesamtkapitals: Umsatz oder Eigenkapital verwendet wird.

2) Zum verwendeten Test vgl. Köhle u.a. (1973, S.184-186).

In der vorgelegten Stichprobe sind also die managerkontrollierten Unternehmen vorwiegend unter den großen Unternehmen zu finden; dies wird auch dadurch belegt, daß hier das durchschnittliche managerkontrollierte Unternehmen rund 20 mal größer ist als das durchschnittliche eigentümerkontrollierte Unternehmen (gemessen am Gesamtkapital). Aus diesem Ergebnis kann man ablesen, daß die großen eigentümerkontrollierten Unternehmen, wie sie von der Monopolkommission (1976, S.159) ausgewiesen werden, weitgehend nicht in dieser Stichprobe enthalten sind. Dies liegt daran, daß diese Unternehmen i.d.R. eine andere Rechtsform als die Aktiengesellschaft wählen oder in Industrien tätig sind, die nicht dem verarbeitenden Gewerbe angehören. Zu einer Aussage darüber, ob im Zeitverlauf ein Trend zu managerkontrollierten Unternehmen besteht, wie er in den USA zu herrschen scheint, sind die Daten jedoch nicht geeignet, weil der Untersuchungszeitraum zu kurz ist und die Datenquellen im Verlaufe der Zeit unterschiedlich ausführlich in Bezug auf die erfaßten Unternehmen sind. Was die Anzahl der managerkontrollierten Unternehmen betrifft, so kann man jedoch aus Tabelle IX-1 vorsichtig schließen, daß ihr Anteil innerhalb der börslich notierten Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes eher rückläufig ist. Dies gilt jedoch auch für die eigentümerkontrollierten Aktiengesellschaften. Verstärkt hat sich dagegen im Zeitverlauf jene Gruppe von Unternehmen, an denen verschiedene Anteilseignerarten mit bedeutenden Paketen (über 25 %) beteiligt sind bzw. die selbst wieder von Unternehmen beherrscht werden.[1)]

---

1) Dieses Ergebnis läßt sich auch aus den Darstellungen der Monopolkommission (1976, S.139-167) für die "100 Größten" entnehmen.

1.3 Fazit

(1) Innerhalb der börslich notierten Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes gilt:
- die überwiegende Zahl der Aktiengesellschaften ist nach den Gruppen eigentümerkontrolliert und managerkontrolliert nicht zuzuordnen;
- managerkontrollierte Unternehmen kommen deutlich häufiger unter den großen Unternehmen vor.

(2) Die obengenannten Ergebnisse lassen sich auch aus der Studie der Monopolkommission (1976, S.139-167) für die "100 Größten" ableiten.

(3) - Von der Anzahl der Fälle her spielt in Deutschland (1961 - 1975)[1] die Managerkontrolle, wenn sie nach dem Konzept von Berle u. Means (1932) gemessen wird, nicht die überragende Rolle wie in den USA, sowohl im Vergleich mit den Ergebnissen von Larner (1970) als auch denjenigen von Burch (1972).
- Dieses Ergebnis gilt selbst, wenn man die unterschiedlichen Unternehmensgrößen in beiden Wirtschaftsgebieten berücksichtigt. Beschränkt man sich nämlich auf die"100 Größten" so ist der Anteil der managerkontrollierten Unternehmen maximal 21 %[2] (vgl. Tabelle IX-2), wobei die "100 Größten" in einer Weltrangliste immerhin auf den Plätzen 20 - 560 liegen (Monopolkommission, 1976, S.134-135), also in eine Größenordnung fallen, die derjenigen in den Untersuchungen von Larner (1970) und Burch (1972) gleich kommt.
- Eine stärkere Bedeutung muß man den managerkontrollierten Unternehmen zumessen, wenn man sie nicht nach ihrer Anzahl, sondern nach ihrer wirtschaftlichen Bedeutung beurteilt. So vereinigen die 21 Unternehmen in mehrheitlichem Streubesitz unter den "100 Größten" immerhin 33 % des Umsatzes der "100 Größten" (im Jahr 1972) auf sich (vgl. Tabelle IX-2).

---

1) Unter Einbeziehung der Ergebnisse der Monopolkommission (1976, S.139-167).

2) Nach unseren Operationalisierungsrichtlinien 9 %.

2. Zwei Konzepte der Rendite

Im Vordergrund steht bei der Überprüfung des Zusammenhangs zwischen Rendite und Unternehmenskontrolle die Eigenkapitalrendite. Sie wurde am häufigsten in den bisherigen empirischen Arbeiten überprüft [1] und ist uneingeschränkt die geeignete Zielvariable für Eigentümer, die ihr Kapital in der Höhe zur Verfügung stellen, die dem Unternehmen auch tatsächlich zufließt. Außerdem ist die Eigenkapitalrendite ein vernünftiger Maßstab zur Beurteilung der Leistung des Managements im Hinblick auf die Unternehmensgesamtstrategie, da das Eigenkapital den finanziellen Rahmen absteckt, innerhalb dessen Maßnahmen ergriffen werden können.

Neue Gesichtspunkte ergeben sich jedoch, wenn wir aus der Sicht des Aktionärs als Eigentümer argumentieren. Für ihn muß nicht immer gelten, daß sein eingesetztes Kapital (Kaufpreis seiner Aktienanteile) auch in gleicher Höhe dem Unternehmen zur Verfügung steht. Zwar kann man annehmen, daß der von ihm geleistete Kaufpreis neben dem nominellen Anteil am Grundkapital auch gerade den Anteil an den Rücklagen einschließt, die ebenfalls Eigenkapital darstellen, wodurch noch keine Unterschiede zu obiger Argumentation auftreten, aber es ist auch möglich, daß der Kaufpreis (Marktwert der Unternehmung) von dem eingesetzten Eigenkapital des Unternehmens abweicht. Dies kann eine positive wie negative Abweichung sein, die aufgrund von Friktionen des Börsenmarktes und den Erwartungen der Aktionäre bewirkt sein kann. In solchen Fällen ist die Eigenkapitalrendite nicht identisch mit der Rendite, die der Aktionär faktisch erhält. Seine Rendite setzt sich zusammen aus der Dividende und der Kurssteigerung seines Anteils in Relation zu dem von ihm gezahlten Anteilspreis. Bei McEachern (1975) wird dieser Konzeption zur Messung der Rendite der Vorzug gegeben, da sie eigentlich diejenige darstellt,

---

1) Vgl. Übersicht II-3

die dem Aktionärseigentümer zufällt. Darüberhinaus werden in ihr über die Kurssteigerungen auch die Erwartungen der Aktionäre hinsichtlich des Risikos der Anlage und der Dividendenpolitik des Unternehmens aufgefangen (McEachern, 1975, S.89-90). Auch hier kann man den Argumenten von Monsen und Downs (1965, S.232) folgend annehmen, daß eigentümerkontrollierte Unternehmen eine höhere Rendite erwirtschaften als managerkontrollierte, wenn auch zu Lasten eines höheren Risikos. Unternehmen gleicher Risikoklassen sollten jedoch auch die gleiche Marktrendite ausweisen, sofern der Börsenmarkt effizient ist; in diesem Fall nämlich werden die Aktionäre c.p. Unternehmen, die eine höhere Eigenkapitalrendite erbringen um so viel höher bewerten, daß sich für alle Unternehmen gleiche Marktrenditen (in gleichen Risikoklassen) ergeben. Im Folgenden werden nun beide Konzeptionen überprüft: Eigenkapitalrendite und Marktrendite.

3. Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle

3.1 Operationalisierung der Eigenkapitalrendite

(a) Das eingesetzte Eigenkapital

Das eingesetzte Eigenkapital wird in dieser Untersuchung mit folgender Bildungsvorschrift zum Jahresende gemessen:

Eingesetztes Eigenkapital = Grundkapital
- ausstehende Einlagen
+ Bilanzgewinn
- Bilanzverlust
+ Rücklagen
+ 0,4 x Sonderposten mit Rücklagenanteil

Bei dieser Bildungsvorschrift folgen wir der Vorgehensweise und den Argumenten von Quartz (1976, S.155-158) und beschränken uns auf folgende Bemerkungen. (1) Die Messung des eingesetzten Eigenkapitals zum Jahresende ist ein übliches Vorgehen, abstrahiert aber davon, daß sich diese Position aus ihrer Höhe am Jahresanfang und den Veränderungen im Jahr zusammensetzt, sodaß strenggenommen die Höhe des am Jahresende vorhandenen Eigenkapitals nicht im ganzen Jahr zur Verfügung steht. Da jedoch jede Periodisierung einer sich verändernden Größe die gleichen Probleme beinhaltet, bleiben wir bei diesem Zeitpunkt der Messung. (2) Die Hinzurechnung des gesamten Bilanzgewinnes zum Eigenkapital beinhaltet die Auffassung, daß er auch vollständig den Eigentümern zuzurechnen ist (Einheitstheorie) und - im Normalfall - über Jahre hinaus kontinuierlich erwirtschaftet wird, sodaß er dem Unternehmen stets zur Verfügung steht (Quartz, 1976, S.157). (3) Der Sonderposten mit Rücklagenanteil ist bei seiner Auflösung zu versteuern, sodaß hier nur der steuerfreie Anteil unter der Annahme der Einbehaltung in Höhe von ca. 40 % berücksichtigt ist (Quartz, 1976, S.156).

(b) Operationalisierung der Eigenkapitalrendite

Zum Test der vorliegenden Hypothese verwenden wir zunächst den Jahresüberschuß, wie er in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen wird, da er am häufigsten zur Bildung der Eigenkapitalrendite herangezogen wird.[1] Wir bilden also das erste Maß der Eigenkapitalrendite (ER1) nach folgender Vorschrift:

ER1 = Jahresüberschuß / eingesetztes Eigenkapital

Störend ist jedoch in Bezug auf diese Untersuchung an der ER1, daß der Jahresüberschuß infolge des gespaltenen Körperschaftssteuertarifs bereits beeinflußt ist von der beabsichtigten Gewinnverwendung. Da einbehaltene Gewinne mit 51 % und ausgeschüttete Gewinne nur mit 23,4 % (Schattenwirkung der Einkommenssteuer)[2] besteuert werden, weisen Unternehmen, die eine höhere Einbehaltung vornehmen c.p. einen niedrigeren Jahresüberschuß und somit eine niedrigere Eigenkapitalrendite aus. Damit wird aber die Rendite für Eigentümer an Unternehmen mit hohen Ausschüttungsraten überschätzt, da die ihnen zufließenden Beträge von ihnen selbst versteuert werden müssen. Da wir hier nicht auf Unterschiede in den Einkommenssteuertarifen eingehen können, wollen wir versuchen, den Jahresüberschuß so zu korrigieren, daß Unterschiede in der Einbehaltungspolitik der Unternehmen beseitigt werden. Dazu belasten wir den Jahresüberschuß aller Unternehmen mit dem Ausschüttungssteuersatz von 23,4 % so, als ob der gesamte Jahresüberschuß zur Ausschüttung käme, nach folgendem

---

1) Vgl. hierzu z.B. bei anderer Fragestellung Quartz (1976, S.159-162); auch die Ausführungen von Hofmann (1973, S.320-321).

2) Berücksichtigt wird nicht die Wirkung der Gewerbeertragssteuer, vgl. Wöhe (1976b, S.618).

Kalkül:

Korrigierter Jahresüberschuß = Jahresüberschuß
+ 0,56 · Veränderung der Rücklagen
+ 0,76 · Veränderung der Sonderposten mit Rücklagenanteil

Zur Erläuterung:

(1) In der Gewinn- und Verlustrechnung sind jene Beträge vermerkt, die in die offenen Rücklagen eingestellt werden. Der Jahresüberschuß ist dann bereits um die Körperschaftssteuer, die auf diese Rücklagen entfällt gekürzt. Wenn X DM in den Rücklagen eingestellt werden sollen, so müssen vorher $X/(1-S_E)$ DM zur Verfügung stehen, wenn der Einbehaltungssteuersatz S_E beträgt. Da wir die Annahme machen, daß alle Beträge ausgeschüttet werden, muß dieser Betrag noch um den Ausschüttungssteuersatz gekürzt werden; und es darf natürlich nur die Steuerwirkung aus der Einstellung in die Rücklagen berücksichtigt werden, sodaß der Korrekturfaktor (k) wie folgt berechnet werden kann:
$k = ((1-S_A)/(1-S_E) - 1)$, wobei S_A der Ausschüttungssteuersatz ist. Mit konkreten Zahlen: $S_A = 0{,}234$ und $S_E = 0{,}510$ ergibt sich für k der obige Wert von 0,56. Die hier vorgetragene Argumentation gilt analog für den Fall einer Rücklagenauflösung, sofern sie in der Steuerbilanz gewinnmindernd wirken kann[1)], was wir der Einfachheit halber unterstellen.

(2) Die Einstellung in die Sonderposten mit Rücklagenanteil kann ebenfalls als Gewinnverwendung angesehen werden. Da sie aus dem unversteuerten Überschuß gebildet werden, werden sie hier nachträglich fiktiv versteuert mit dem Ausschüttungssteuersatz . Damit ergibt sich die Operationalisierung der um die Gewinnverwendung korrigierten Eigenkapitalrendite (ER2) als:

ER2 = Korrigierter Jahresüberschuß/Eingesetztes Eigenkapital

---

1) Vgl. zu den Ausführungen dieses Abschnitts: Wöhe (1976a, S.124-126) und Wöhe (1976b, S.618-619).

3.2 Stichprobe

Zur Überprüfung des Zusammenhangs zwischen Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle verwenden wir diejenigen börslich notierten Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes, die unter den Operationalisierungsvorschriften der Varibalen Unternehmenskontrolle codiert werden können. Wir erhalten einen Stichprobenumfang von N = 716 (vgl. Tabelle IX-3).

3.3 Hypothesen, Testansätze und Ergebnisse

3.3.1 OLS-Schätzungen

(1) Einfacher Ansatz

Aus den Argumenten zur Zielwahl, der Gewinnverwendung, des Gewinnausweises und der Risikoeinstellung folgt Hypothese IX-2:

H-IX-2 : Managerkontrollierte Unternehmen haben eine niedrigere Eigenkapitalrendite als eigentümerkontrollierte Unternehmen

Diese Hypothese testen wir zunächst mit folgendem Ansatz:

$$\text{A-IX-2} : ER_{it} = b_o + b_1 K_{it} + u_{it}$$

mit $i = 1, \ldots, N_t$; N_t = Anzahl der Beobachtungen im Jahr t

$t = 1961, \ldots, 1970$

$$K = \begin{cases} 0, & \text{wenn das Unternehmen managerkontrolliert ist} \\ 1, & \text{wenn das Unternehmen eigentümerkontrolliert ist} \end{cases}$$

ER = die Eigenkapitalrendite ER1 oder alternativ die um die Gewinnverwendung korrigierte Eigenkapitalrendite ER2

und wir erhalten mit Hilfe einer OLS-Schätzung folgendes allgemeines Ergebnis:

$$\text{E-IX-2} : \hat{ER}_{it} = \hat{b}_o + \hat{b}_1 K_{it}$$

$\hat{b}_o$ ist bei der hier verwendeten Dummytechnik der Schätzwert für den ER-Mittelwert der managerkontrollierten Unternehmen, während sich der Schätzwert für den ER-Mittelwert der eigentümerkontrollierten Unternehmen ergibt als $(\hat{b}_o + \hat{b}_1)$; $\hat{b}_1$ ist also die Differenz zu $\hat{b}_o$. Hypothese IX-2 behauptet nun, daß $\hat{b}_1$ positiv von Null verschieden ist.

Tabelle IX-4 : Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle, einfacher Ansatz, OLS-Schätzung[1)]

Ergebnis zu	abhängige Variable	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	R
E-IX-2	ER1	+ 10.81863	-2.52999 (0.62901) ++++	0.1488
	ER2	+ 12.54311	-2.89277 (0.84043) ++++	0.1278
N = 716; OLS-Schätzung				

Die Ergebnisse des einfachen Ansatzes (vgl. Tabelle IX-4) zeigen keine Bestätigung der Hypothese IX-2. Wir finden das Gegenteil, nämlich daß eigentümerkontrollierte Unternehmen eine gegenüber der durchschnittlichen Eigenkapitalrendite von 10.8 % p.a. der managerkontrollierten Unternehmen um 2.5 % geringere Rendite von 8.3 % p.a. haben. Allerdings ist die Güte der Anpassung des Modells gemessen am Korrelationskoeffizienten gering.

---

1) Erläuterungen zur Tabelle IX-4:
In der vorletzten Spalte wird neben dem Wert des Regressionskoeffizienten b_1 in Klammern der zugehörige Standardfehler angegeben; darunter das Signifikanzniveau, das die Höhe der Irrtumswahrscheinlichkeit für den Fehler erster Art angibt; m.a.W. ein Maß für das Vertrauen, daß $\hat{b}_1$ von Null verschieden ist. Der dazugehörige t-Test wird generell unter zweiseitiger Fragestellung gerechnet. Die Angabe des Signifikanzniveaus erfolgt nach der Konvention:

+ = 10 % - Niveau
++ = 5 % - Niveau
+++ = 1 % - Niveau
++++ = 0.1%- Niveau

Die letzte Spalte enthält den Modellkorrelationskoeffizienten (R); sein Quadrat ist das Bestimmtheitsmaß, das den Anteil der erklärten Varianz des Modells an der Gesamtvarianz der abhängigen Variablen ausdrückt.

(2) Multipler Ansatz

Die Unternehmenskontrolle ist nicht die einzige Variable, von der ein Einfluß auf die Eigenkapitalrendite zu erwarten ist. Wie früher argumentiert[1] werden in dieser Untersuchung noch die Unternehmensgröße und alternativ der Marktanteil als unabhängige Variable berücksichtigt. Dabei stellt sich die Frage, ob die im einfachen Ansatz erhaltenen Ergebnisse auch nach Einführung dieser Variablen noch erhalten bleiben. Die multiplen Ansätze lauten:

$$\text{A-IX-2.1} : ER_{it} = b_o + b_1 K_{it} + b_2 LG_{it} + u_{it}$$

mit folgender zusätzlichen Variable gegenüber A-IX-1:

LG = natürlicher Logarithmus des Gesamtkapitals

und

$$\text{A-IX-2.2} : ER_{it} = b_o + b_1 K_{it} + b_2 MA_{it} + u_{it}$$

mit der zusätzlichen Variable gegenüber A-IX-1:

MA_{it} = Marktanteil

und den folgenden allgemeinen Ergebnissen:

$$\text{E-IX-2.1} : \hat{ER}_{it} = \hat{b}_o + \hat{b}_1 K_{it} + \hat{b}_2 LG_{it}$$

und

$$\text{E-IX-2.2} : \hat{ER}_{it} = \hat{b}_o + \hat{b}_1 K_{it} + \hat{b}_2 MA_{it}$$

In Bezug auf den Regressionskoeffizienten $\hat{b}_1$ der Kontrollvariablen gilt nach wie vor die Erwartung der Hypothese H-IX-1; für $\hat{b}_2$ beider Ansätze erwarten wir positive Werte, d.h. sowohl für Größe als auch Marktanteil erwarten wir grundsätzlich einen positiven Einfluß auf die Eigenkapitalrendite.

---

1) Vgl. Abschnitt VI-6.

Tabelle IX-5 : Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle, multiple Ansätze, OLS-Schätzung

Ergebnis zu	abhängige Variable	unabhängige Variable	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	$\hat{b}_2$	R
E-IX-2.1	ER1	K,LG	8.32757	-1.97876 (0.78083) ++	+0.19405 (0.16296)	0.1552
	ER2	K,LG	10.71358	-2.48793 (1.04402) ++	+0.14252 (0.21788)	0.1300
E-IX-2.2	ER1	K,MA	10.40250	-2.23943 (0.65925) ++++	+0.11440 (0.07834)	0.1583
	ER2	K,MA	12.06041	-2.55572 (0.88117) +++	+0.13270 (0.10471)	0.1361
N = 716; OLS-Schätzungen						

Die Ergebnisse der multiplen Ansätze (vgl.Tabelle IX-5) zeigen keine neuen Befunde im Hinblick auf die Unternehmenskontrolle im Vergleich zu den Ergebnissen des einfachen Modells. Die Variablen Größe und Marktanteil haben in diesen Ansätzen keinen signifikanten Einfluß auf die Eigenkapitalrente der Unternehmen.[1)]

(3) Interaktionsansatz

Eine Schwäche der hier dargestellten multiplen Ansätze liegt darin, daß sie unterstellen, daß die exogenen Variablen unabhängig und additiv wirken. Im Hinblick auf die Variable Marktanteil steht dies jedoch nicht in Einklang mit Palmer's Modifikation der Renditehypothese (Palmer, 1973a). Modifiziert lautet die Hypothese:

---

1) Dieser Befund gilt auch, wenn wir neben der Kontrollvariablen die Variablen Größe und Marktanteil gemeinsam in den Test aufnehmen. Ebenso sind die Befunde in Bezug auf die Variablen Marktanteil und Größe in den folgenden Testansätzen (Differenzierung nach dem Kontext und GLS-Schätzungen) unverändert, wenn sie gemeinsam mit der Kontrollvariablen eingeführt werden. Daher erübrigt sich die Darstellung dieser Testansätze.

H-IX-3 : Managerkontrollierte Unternehmen haben nur dann eine niedrigere Eigenkapitalrendite als eigentümerkontrollierte Unternehmen, wenn die Unternehmen einen hohen Marktanteil haben.

Wie schon dargelegt, versuchen wir mit Hilfe des Marktanteils, also der industriebezogenen Unternehmensgröße die Monopolmacht zu indizieren. Der Testansatz lautet:

A-IX-3 : $ER_{it} = b_o + b_1 K_{it} + b_2 MA_{it} + b_3 KMA_{it} + u_{it}$

Symbole wie in A-IX- 2.2 und:

KMA: Interaktion zwischen Marktanteil und Unternehmenskontrolle; erzeugt durch Multiplikation der beiden Variablen.

Mit dem allgemeinen Ergebnis:

E-IX-3 : $\hat{ER}_{it} = \hat{b}_o + \hat{b}_1 K_{it} + \hat{b}_2 MA_{it} + \hat{b}_3 KMA_{it}$

Unter der Hypothese IX-2 erwarten wir nun:

$\hat{b}_1 = 0$, also keinen generellen Unterschied zwischen den Unternehmenskontrolltpyen

$\hat{b}_2 = 0$, managerkontrollierte Unternehmen nutzen nicht den Vorteil, aus einem hohen Marktanteil höhere Eigenkapitalrendite zu erwirtschaften

$\hat{b}_3 > 0$, eigentümerkontrollierte Unternehmen nutzen den Vorteil, aus einem hohen Marktanteil eine höhere Eigenkapitalrendite zu erwirtschaften

Tabelle IX-6 : Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle, Interaktionsansatz, OLS-Schätzung

Ergebnis zu	abhängige Variable	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	$\hat{b}_2$	$\hat{b}_3$	R
E-IX-3	ER1	10.75622	-2.65515 (0.79234) ++++	+0.01717 (0.12925)	+0.15373 (0.16251)	0.1622
	ER2	12.52659	-3.10361 (1.05907) +++	+0.00454 (0.17276)	+0.20261 (0.21722)	0.1405
N = 716; OLS-Schätzungen						

Die Ergebnisse des Ansatzes A-IX-3 (vgl.Tabelle IX-6) stützen die modifizierte Hypothese IX-3 nicht. So zeigt sich wie in den bisherigen Ergebnissen, daß managerkontrollierte Unternehmen generell eine höhere Eigenkapitalrendite haben als eigentümerkontrollierte ($\hat{b}_1 < 0$), während die Variable Marktanteil nicht nur generell keinen signifikanten Einfluß auf die Rendite zu haben scheint (vgl. die Ergebnisse zu Ansatz A-IX-2.2),sondern auch innerhalb der beiden Unternehmenskontrollgruppen nicht nach der Rendite differenziert ($\hat{b}_2 = 0$; $\hat{b}_3 = 0$).

(4) Differenzierung nach dem Kontext

Daß die bisherigen Ergebnisse der Testansätze nicht hypothesengerecht sind, könnte daran liegen, daß noch keine Differenzierung nach dem Kontext der Unternehmen vorgenommen wurde. Dies gilt vor allem im Hinblick auf die Variable Marktanteil, von der man erwarten kann, daß sie nur unter günstigen externen Bedingungen einen Einfluß auf die Rendite hat (Gale, 1972, S.422). Die unterschiedlichen kontexttualen Bedingungen kontrollieren wir in dieser Untersuchung mit der Konzentrationsrate (KZ_{10}) der Industrien. Nach ihr

teilen wir die Industrien in zwei Gruppen auf - hoch- und niedrigkonzentrierte Industrien - und rechnen die bisher dargestellten Tests erneut innerhalb der beiden Gruppen. Da wir nur für 23 der bisher berücksichtigten Industrien Angaben zur Konzentrationsrate haben, reduziert sich die Anzahl der Beobachtungen von 716 auf 633. Wir erwarten, daß die Hypothese IX-2 und IX-3 eher für die Unternehmen der hochkonzentrierten Industrien zutreffen, insbesondere daß für die Unternehmen der niedrigkonzentrierten Industrien der Zusammenhang zwischen Marktanteil und Rendite nach Null tendieren sollte. Auch für den Zusammenhang zwischen Unternehmensgröße und Rendite kann man einen Einfluß erwarten, der nach dem Kontext differenziert ist, wenn man die entsprechenden Ergebnisse von Quartz (1976, S.306-319) berücksichtigt, in denen ein schwach positiver Zusammenhang zwischen Rendite und Größe nur unter günstigen kontextualen Bedingungen nachgewiesen wird. In Tabelle IX-7 haben wir nun die Ergebnisse aller bisherigen Ansätze dargestellt. Auch nach der Schichtung der Unternehmen nach verschiedenen kontextualen Bedingungen ergeben sich keine wesentlichen neuen Erkenntnisse im Hinblick auf die Bedeutsamkeit des Einflusses der unabhängigen Variablen auf die Eigenkapitalrendite. Bemerkenswert ist jedoch, daß die Güte die Modellanpassung für die Unternehmen der hochkonzentrierten Unternehmen besser ist als in allen anderen bisher dargestellten Modellen.

Tabelle IX-7 : Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle, alle Ansätze unter verschiedenem Kontext, OLS-Schätzung

	Ergebn. zu	abh. Var.	unabh. Var.	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	$\hat{b}_2$	$\hat{b}_3$	R
Hohe Konzentration N=220	E-IX-2	ER1	K	11.19995	-3.25344 (0.78493) ++++			0.2503
		ER2	K	12.86639	-3.51440 (1.07018) +++			0.2007
	E-IX-2.1	ER1	K,LG	7.42066	-2.31587 (1.09552) ++	+0.27110 (0.22121)		0.2610
		ER2	K,LG	8.90687	-2.53212 (1.49544) +	+0.28403 (0.30196)		0.2008
	E-IX-2.2	ER1	K,MA	10.48419	-2.84783 (0.82425) +++	+0.12520 (0.07976)		0.2676
		ER2	K,MA	11.91142	-2.97323 (1.12403) +++	+0.16704 (0.10877)		0.2214
	E-IX-3	ER1	K,MA,KMA	11.67255	-4.29204 (1.13377) ++++	-0.08267 (0.13780)	+0.31115 (0.16859) +	0.2895
		ER2	K,MA,KMA	13.35366	-4.72599 (1.54826) +++	-0.08523 (0.18818)	+0.37762 (0.23023)	0.2428
Niedrige Konzentration N=374	E-IX-2	ER1	K	10.25194	-2.54553 (1.06041) ++			0.1192
		ER2	K	12.06269	-3.04347 (1.40145) ++			0.1119
	E-IX-2.1	ER1	K,LG	8.41813	-2.23765 (1.14404) +	+0.16376 (0.32076)		0.1221
		ER2	K,LG	11.99375	-3.03528 (1.51251) ++	+0.00616 (0.42407)		0.1119
	E-IX-2.2	ER1	K,MA	10.15186	-2.46183 (1.06117) ++	+0.18293 (0.26093)		0.1246
		ER2	K,MA	11.98460	-3.04839 (1.40306)	+0.14273 (0.34499)		0.1139
	E-IX-3	ER1	K,MA,KMA	9.95978	-2.26592 (1.50418)	+0.53401 (1.92575)	-0.35766 (1.94372)	0.1249
		ER2	K,MA,KMA	11.85658	-2.91781 (1.98886)	+0.37672 (2.54628)	-0.23838 (2.57004)	0.1140

OLS-Schätzungen

3.3.2 GLS-Schätzungen

(1) Der Heteroskedastietest

Wir haben bisher OLS-Schätzungen vorgenommen und ihre Ergebnisse dargestellt, weil diese normalerweise in empirischen Tests im Vordergrund stehen und Vergleiche zu den Ergebnissen anderer Überprüfungen der hier vorgelegten Ansätze möglich sind. Andererseits ist es möglich, daß OLS-Schätzungen bei Überprüfung des Einflusses unabhängiger Variablen auf die Eigenkapitalrendite nicht effizient sind, da die begründete Erwartung besteht, daß in solchen Ansätzen die für die OLS-Schätzung notwendige Voraussetzung der Homoskedastie der Störterme verletzt ist. A priori lassen sich nämlich gute Argumente dafür bringen, daß große Unternehmen geringere Schwankungen der Eigenkapitalrendite haben als kleine, so z.B. weil große Unternehmen einen internen Risikoausgleich in Bezug auf die Einzelrisiken ihrer Geschäfte haben. Es gilt also die Annahme, daß die Varianzen der Residuen mit zunehmender Unternehmensgröße abnehmen. Hall und Weiss (1967) haben diese Überlegungen beim Test des Zusammenhangs zwischen Unternehmensgröße und Unternehmensrendite aufgegriffen und GLS-Schätzungen vorgelegt. Wie schon an anderer Stelle berichtet [1] hat gerade Palmer (1973a) seine Vorgänger kritisiert, weil sie dieses statistische Problem nicht berücksichtigt haben.
Aus diesen Gründen überprüfen wir, ob in unserer Stichprobe ebenfalls die Störterme heteroskedastisch in Bezug auf die Unternehmensgröße sind. Dabei verwenden wir den Test von Goldfeld und Quandt (1965), bei dem die Beobachtungen nach der Variablen Unternehmensgröße angeordnet werden und getrennte OLS-Schätzungen für die großen und die kleinen Unternehmen gerechnet werden. Der Quotient

---

1) Vgl. Abschnitt II-2.1

der Residuenquadratsummen beider Schätzungen ist F-verteilt mit N/2-k Freiheitsgraden, wenn N der Umfang aller Beobachtungen (N/2-große und N/2-kleine Unternehmen) und k die Anzahl der zu schätzenden Parameter ist. Mit diesem Quotienten wird dann der übliche F-Test durchgeführt.

Tabelle IX-8 : Heteroskedastietest für den Zusammenhang Eigenkapitalrendite und Unternehmensgröße

abhängige Variable	RSSG	RSSK	F-Wert	α
ER1	13,675.123	24,305.946	1.7774	0.0000
ER2	26,876.077	41,158.459	1.5314	0.0031
N = 716; N/2 = 358 FG = 356				

In Tabelle IX-8 sind die Ergebnisse der Heteroskedastietests wiedergegeben. In der zweiten Spalte sind die Summen der Residuenquadrate der OLS-Schätzungen Eigenkapitalrendite auf Größe (gemessen wie bisher als natürlicher Logarithmus des Gesamtkapitals) der großen Unternehmen enthalten (RSSG); die dritte Spalte gibt die entsprechenden Werte für die kleinen Unternehmen wieder (RSSK). Wie man sieht, weisen die großen Unternehmen erwartungsgemäß die kleineren Renditeschwankungen auf. Die letzte Spalte zeigt den Wert für α, der die Wahrscheinlichkeit dafür angibt, daß ein solcher (oder höherer) F-Wert trotz Homoskedastie erscheint. Bei solch niedrigen Werten für α kann die Annahme der Homoskedastie nicht länger aufrechterhalten werden.

Wir nehmen stattdessen an, daß allgemein gilt[1]:

$$E\,(u_{it})^2 = \sigma^2\, z_{it}^2$$

Dann kann man das Problem der Heteroskedastie lösen,

---

1) Vgl. Abschnitt VIII-2.2.1.

indem der Ansatz durch Z_{it} dividiert wird. Dann gilt nämlich:

$$E\ (u_{it}/Z_{it})^2 = \sigma^2$$

In unseren Ansätzen ergibt sich, wie im vorstehenden Heteroskedastietest nachgewiesen, daß die Varianz der Eigenkapitalrendite mit zunehmender Unternehmensgröße (genauer: natürlicher Logarithmus des Grundkapitals) abnimmt. Daher ist hier $Z_{it} = 1/LG_{it}^{a}$.
Eine offene Frage, die a priori nicht beantwortet werden kann, ist es jedoch, welchen Wert a hat; denn es besteht die Möglichkeit, daß durch die Wahl eines zu großen Wertes für a eine Überkompensation des Zusammenhangs eintritt, d.h. in unserem Fall, daß nach der Gewichtung die großen Unternehmen größere Varianzen in den Residuen haben.
Daher folgen wir Smyth u.a. (1975, S.75-79) und bestimmen durch Probieren einen Wert für a, bei dem keine Heteroskedastie mehr vorliegt.

Tabelle IX-9 : Bestimmung des Wertes a zur Korrektur der Heteroskedastie im Zusammenhang Eigenkapitalrendite und Unternehmensgröße

abhängige Variable	Wert für a	RSSG	RSSK	F-Wert	α
ER1	0	13,675.123	24,305.946	1.7774	0.0000
ER1	1	1,813,160.364	2,036,593.847	1.1232	13.6710
ER2	0	26,876.077	41,158.459	1.5314	0.0031
ER2	1	3,569,594.964	3,534,149.004	1.0100	46.2522
N = 716; N/2 = 358				FG = 356	

Der Tabelle IX-9 ist zu entnehmen, daß sich für a ein geeigneter Wert von 1 ergibt.

Wir berechnen daher die GLS-Schätzer aus den folgenden gewichteten Ansätzen:

$$\text{A-IX-2}' : ER_{it}LG_{it} = b_o LG_{it} + b_1 K_{it} LG_{it} + u_{it} LG_{it}$$

$$\text{A-IX-2.1}' : ER_{it}LG_{it} = b_o LG_{it} + b_1 K_{it} LG_{it} + b_2 LG_{it} LG_{it} + u_{it} LG_{it}$$

$$\text{A-IX-2.2}' : ER_{it}LG_{it} = b_o LG_{it} + b_1 K_{it} LG_{it} + b_2 MA_{it} LG_{it} + u_{it} LG_{it}$$

$$\text{A-IX-3}' : ER_{it}LG_{it} = b_o LG_{it} + b_1 K_{it} LG_{it} + b_2 MA_{it} LG_{it} + b_3 KMA_{it} LG_{it} + u_{it} LG_{it}$$

Symbole:

$i = 1,\ldots,N_t$; N_t = Anzahl der Beobachtungen im Jahr t

$t = 1961,\ldots, 1970$

$K = \begin{cases} 0, \text{ wenn das Unternehmen managerkontrolliert ist} \\ 1, \text{ wenn das Unternehmen eigentümerkontrolliert ist} \end{cases}$

LG = natürlicher Logarithmus des Gesamtkapitals

MA = Marktanteil

KMA = Variable für die Interaktion zwischen K und MA

ER = Eigenkapitalrendite in den Alternativen ER1 und ER2

Diese Ansätze haben die allgemeinen Ergebnisse:

$$\text{E-IX-2}' : \tilde{ER}_{it} = \tilde{b}_o + \tilde{b}_1 K_{it}$$

$$\text{E-IX-2.1}' : \tilde{ER}_{it} = \tilde{b}_o + \tilde{b}_1 K_{it} + \tilde{b}_2 LG_{it}$$

$$\text{E-IX-2.2}' : \tilde{ER}_{it} = \tilde{b}_o + \tilde{b}_1 K_{it} + \tilde{b}_2 MA_{it}$$

$$\text{E-IX-3}' : \tilde{ER}_{it} = \tilde{b}_o + \tilde{b}_1 K_{it} + \tilde{b}_2 MA_{it} + \tilde{b}_3 KMA_{it}$$

Die durch diese Ansätze geschätzten Regressionskoeffizienten $\tilde{b}_o$, $\tilde{b}_1$, $\tilde{b}_2$ und $\tilde{b}_3$ sind genauso zu interpretieren wie die entsprechenden im OLS-Modell ($\hat{b}_o$, $\hat{b}_1$, $\hat{b}_2$, $\hat{b}_3$).

Tabelle IX-10 : Eigenkapitalrendite und Unternehmens-kontrolle, alle Ansätze, GLS-Schätzung

Ergebn. zu	abh. Var.	unabh. Var.	$\tilde{b}_o$	$\tilde{b}_1$	$\tilde{b}_2$	$\tilde{b}_3$	R
E-IX-2'	ER1	K	10.79431	-2.36191 (0.52407) ++++			0.8124
	ER2	K	12.47760	-2.71604 (0.71040) ++++			0.7653
E-IX-2.1'	ER1	K,LG	9.46990	-2.06034 (0.69081) +++	+0.09795 (0.14610)		0.8125
	ER2	K,LG	12.58798	-2.74118 (0.93671) +++	-0.00816 (0.19811)		0.7635
E-IX-2.2'	ER1	K,MA	10.25875	-2.01429 (0.55536) ++++	+0.11190 (0.05999) +		0.8134
	ER2	K, MA	11.83607	-2.29963 (0.75322) +++	+0.13405 (0.08136) +		0.7663
E-IX-3'	ER1	K,MA,KMA	10.62366	-2.46460 (0.70466) ++++	+0.03566 (0.09483)	+0.12710 (0.12243)	0.8137
	ER2	K,MA,KMA	12.31235	-2.88739 (0.95576) +++	+0.03453 (0.12862)	+0.16590 (0.16606)	0.7667

N = 716; GLS-Schätzungen

Tabelle IX-11 : Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle, alle Ansätze unter verschiedenem Kontext, GLS-Schätzung

	Ergebn. zu	abh. Var.	unabh. Var.	$\tilde{b}_o$	$\tilde{b}_1$	$\tilde{b}_2$	$\tilde{b}_3$	R
Hohe Konzentration N = 259	E-IX-2'	ER1	K	10.95032	-2.50867 (0.70655) ++++			0.8692
		ER2	K	12.55486	-2.64548 (0.96815) +++			0.8290
	E-IX-2.1'	ER1	K,LG	9.69077	-2.22535 (0.97696) ++	+0.08792 (0.20900)		0.8693
		ER2	K,LG	11.93956	-2.50707 (1.33908) +	+0.04295 (0.28647)		0.8290
	E-IX-2.2'	ER1	K,MA	10.09825	-2.12463 (0.73130) +++	+0.12940 (0.06793) +		0.8712
		ER2	K,MA	11.39785	-2.12399 (1.00219) ++	+0.17572 (0.09309) +		0.8316
	E-IX-3'	ER1	K,MA,KMA	10.91637	-3.19797 (1.06637) +++	+0.00515 (0.11267)	+0.19481 (0.14108)	0.8722
		ER2	K,MA,KMA	12.33340	-3.35139 (1.46303) ++	+0.03363 (0.15458)	+0.22277 (0.19356)	0.8326
Niedrige Konzentration N = 374	E-IX-2'	ER1	K	10.43759	-2.62973 (0.93816) +++			0.7419
		ER2	K	12.30094	-3.36235 (1.25943) +++			0.6901
	E-IX-2.1'	ER1	K,LG	9.14965	-2.46192 (1.04704) ++	+0.11025 (0.39900)		0.7420
		ER2	K,LG	13.75537	-3.55186 (1.40567) ++	-0.12451 (0.40811)		0.6901
	E-IX-2.2'	ER1	K,MA	10.33560	-2.65187 (0.93926) +++	+0.15158 (0.20911)		0.7423
		ER2	K,MA	2.22464	-3.37891 (1.26151) +++	+0.11340 (0.28085)		0.6902
	E-IX-3'	ER1	K,MA,KMA	10.47956	-2.79911 (1.41250) ++	-0.06237 (1.54563)	+0.21795 (1.56001)	0.7423
		ER2	K,MA,KMA	12.68042	-3.84506 (1.89690) ++	-0.56398 (2.07568)	+0.69003 (2.09500)	0.6903

GLS-Schätzungen

Zunächst ist auffällig an den GLS-Schätzungen, daß die Modellkorrelationskoeffizienten hoch sind. Hierbei ist zu beachten, daß sie zwar untereinander vergleichbar sind, aber nicht mit den Modellkorrelationskoeffizienten der OLS-Schätzungen.[1)] Die GLS-Schätzungen führen im Vergleich zu den OLS-Schätzungen i.w. zu den gleichen Ergebnissen in Bezug auf beide Renditevariablen und die Unternehmenskontrollvariable: managerkontrollierte Unternehmen haben eine höhere Eigenkapitalrendite als eigentümerkontrollierte. Dieser Zusammenhang gilt durchgängig für die einfachen wie die multiplen Modelle; ebenso gilt dieser Zusammenhang unabhängig von der Schichtung der Stichprobe nach der Industriekonzentrationsrate. Während in den multiplen Modellen nach wie vor die Unternehmensgröße keinen bedeutsamen unabhängigen Beitrag zur Erklärung der Eigenkapitalrendite leistet, zeigen sich die Regressionskoeffizienten der Variablen Marktanteil erwartungsgemäß: sie sind positiv von Null verschieden (allerdings nur auf dem 10 %-Niveau) innerhalb der Unternehmen, die den hochkonzentrierten Industrien angehören. Dieser Befund gilt ebenfalls für alle Unternehmen, aber nicht innerhalb der Unternehmen der niedrigkonzentrierten Industrien allein. Im Interaktionsansatz zeigt sich jedoch - wie schon vorher -, daß die Variable Marktanteil innerhalb der beiden Unternehmenskontrollgruppen nicht weiter differenziert.

---

1) Es sei nochmals darauf hingewiesen, daß bei den (homogenen) GLS-Schätzungen das Quadrat des Modellkorrelationskoeffizienten angibt, welcher Anteil an der Gesamtschwankung der abhängigen Variablen y durch die Regression erklärt wird; also der Anteil an $\Sigma(y_i)^2$; während bei der (inhomogenen) OLS-Schätzung das Quadrat des Modellkorrelationskoeffizienten angibt, welcher Anteil der Schwankungen der abhängigen Variablen um ihren Mittelwert durch die Regression erklärt wird; also der Anteil an $\Sigma(y_i-\bar{y})^2$. Vgl. Wesolowsky (1976, S. 134-136) und Abschnitt VIII-2.2.2 .

3.4 Fazit

Wenn wir die Ergebnisse zum Zusammenhang zwischen der Eigenkapitalrendite und der Unternehmenskontrolle betrachten, so müssen wir resümieren, daß weder die generelle noch die modifizierte managerielle Renditehypothese eine Stütze in unserer Stichprobe erhält. Dies gilt auch, wenn die Stichprobe nach unterschiedlichen Kontextbedingungen geschichtet wird. Ebenso werden die Ergebnisse nicht wesentlich verändert, wenn das statistische Schätzverfahren verfeinert wird, indem für Heteroskedastie korrigiert wird.
Stattdessen zeigt sich durchgängig in allen Tests (Tabelle IX-10 und IX-11), daß managerkontrollierte Unternehmen eine erheblich und signifikant höhere Eigenkapitalrendite haben als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

4. Marktrendite, Bewertungsrate und Unternehmenskontrolle

4.1 Operationalisierung der Marktrendite

Unter der Marktrendite verstehen wir hier diejenige Rendite, die dem Aktionär aus seiner Beteiligung an der Gesellschaft zufällt. Der Marktwert (MW) eines Unternehmens wird gemessen, indem die Stückzahl der Aktien mit dem Aktienpreis pro Stück multipliziert wird.[1] Wenn MW_{t-1} das vom Aktionär zum Zeitpunkt t-1 eingesetzte Kapital (Marktwert des Unternehmens) ist, so errechnet sich seine Marktrendite zum Zeitpunkt t (MR_t) als:

$$MR_t = \frac{(MW_t - MW_{t-1}) + DIVI_t}{MW_{t-1}}$$

Also aus der Kurssteigerung des eingesetzten Kapitals ($MW_t - MW_{t-1}$) und der erhaltenen Dividendenzahlung(DIVI) in Relation zum eingesetzten Kapital. Die vorstehende Rate wird jährlich berechnet. Wegen des Arbeitsaufwandes wurden die Kurse jeweils zum Jahresende erhoben. Das vorstehende Renditemaß führt jedoch offensichtlich zu einem fehlerhaften Wert, wenn innerhalb des betrachteten Jahres eine Kapitalerhöhung durch Begebung neuer Aktien vorgenommen wird, da in diesem Fall das eingesetzte Kapital MW_{t-1} zu niedrig berücksichtigt wird. Deshalb haben wir

---

1) In einigen Fällen traten bei den untersuchten Unternehmen neben Stammaktien auch Vorzugsaktien auf. Sofern für beide Gattungen Notierungen vorlagen, wurde der Marktwert so bestimmt, daß der jeweilige Aktienpreis mit der jeweiligen Stückzahl multipliziert wurde und beide Summen addiert. Sofern für die Vorzugsaktien keine Notierung vorlag, trat der Aktienpreis der Stammaktie als Schätzung an ihre Stelle, sofern der Anteil der Vorzugsaktien nicht bedeutend war; sonst wurde das Unternehmen nicht weiter berücksichtigt.

das eingesetzte Kapital wie folgt korrigiert:

1) Bei einer Kapitalerhöhung wird das eingesetzte Kapital (MW_{t-1}) erhöht um den Betrag, der sich aus der Anzahl der jungen Aktien multipliziert mit dem Ausgabekurs ergibt.

2) Bei einer Kapitalberichtigung (Ausgabe von Gratisaktien) wird natürlich keine Korrektur vorgenommen.

3) Bei einer kombinierten Erhöhung des Grundkapitals (Kapitalerhöhung und Kapitalberichtigung) wird das eingesetzte Kapital nur erhöht um den Betrag, der sich aus der Kapitalerhöhung ergibt.

4) Bei einer Kapitalerhöhung, die sich durch die Wandlung von Wandelschuldverschreibungen oder durch genehmigtes Kapital ergibt, wird das eingesetzte Kapital um den Betrag erhöht, der sich aus der Anzahl der neuen Aktien multipliziert mit dem Aktienpreis ergibt. Da es nicht ersichtlich ist, zu welchem genauen Zeitpunkt des Jahres die Wandlung vorgenommen oder die genehmigten Aktien ausgegeben wurden, wird als Schätzwert für den Aktienpreis der Mittelwert des Jahresanfangs - und des Jahresendpreises der Aktie benutzt.

4.2 Stichprobe

Gegenüber der bisherigen Stichprobe N = 716 haben wir bei der Bildung der abhängigen Variablen Marktrendite einige Ausfälle hinzunehmen, sodaß wir eine Stichprobe von N = 626 erhalten. Diese Ausfälle kommen daher, daß für einige Unternehmen - trotz der Aufnahme in die Liste börslich notierter Unternehmen - keine Kursnotierungen vorlagen in einzelnen Jahren; desweiteren, weil die Erhebung der Kursnotierungen zu einem frühen Zeitpunkt durchgeführt wurde, wobei aus arbeitsökonomischen Gründen nur solche Unternehmen berücksichtigt wurden, die über den 10-Jahreszeitraum lückenlos als börslich notierte Unternehmen verzeichnet waren. Um auch bei diesem Testansatz 10 Jahre zur Verfügung zu haben, wurden die Kurse zu 11 Stichpunkten erhoben: 1. Beobachtung Jahresendkurs 1960 und letzte Beobachtung Jahresendkurs 1970.

4.3 Hypothesen, Testansätze und Ergebnisse

Wenn wir den Ergebnissen von McEachern (1975) folgen, so sollten wir erwarten, daß managerkontrollierte Unternehmen eine niedrigere Marktrendite erwirtschaften. Demnach lautet die Hypothese:

H-IX-4 : Managerkontrollierte Unternehmen haben eine niedrigere Marktrendite als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

Wir überprüfen diese Hypothese zunächst mit folgendem OLS-Ansatz:

A-IX-4 : $MR_{it} = b_o + b_1 K_{it} + u_{it}$

mit $i = 1,\ldots,N_t$; N_t = Anzahl der Beobachtungen im Jahr t

$t = 1961, \ldots, 1970$

$K = \begin{cases} 0, & \text{wenn das Unternehmen managerkontrolliert ist} \\ 1, & \text{wenn das Unternehmen eigentümerkontrolliert ist} \end{cases}$

MR = Marktrendite

und erhalten folgendes Ergebnis (N = 626) :

$$\hat{MR}_{it} = \underset{(2.92694)}{+ 3.96133 - 2.05141\ K_{it}} \qquad R = 0.0280$$

Während zum Ansatz zur Überprüfung der Eigenkapitalrendite-hypothese empirische Ergebnisse und theoretische Erwägungen vermuten lassen, daß die Residuenvarianzen in Bezug auf die Unternehmensgröße heteroskedastisch sind, gibt es keine entsprechenden empirischen Ergebnisse zur Marktrendite und die theoretischen Erwägungen hierzu sind weniger zwingend, da die Marktrendite nicht ausschließlich von der Unternehmensführung beeinflußt wird, sondern ebenfalls von den Reaktionen und Erwartungen der Aktionäre. Dennoch haben wir auch hier einen Heteroskedastietest vorgenommen, der zeigt, daß auch die Marktrendite bei großen Unternehmen weniger schwankt als bei kleinen.

Jedoch ist dieser Unterschied nicht sehr stark und wird bereits mit einem Gewicht von $LG^{\cdot\cdot}0.2$ "ausgeglichen". Dies zeigt sich auch in den Schätzwerten der GLS-Schätzer, die erst in der 3. bzw. 5. signifikanten Stelle von den OLS-Schätzungen abweichen. Der Ansatz zur Errechnung der GLS-Schätzer lautet:

$$\text{A-IX-4'} : MR_{it}G_{it} = b_o G_{it} + b_1 K_{it} G_{it} + u_{it} G_{it}$$

Symbole wie in A-IX-4 und $G_{it} = LG_{it}^{\cdot\cdot}0.2$

und hat das Ergebnis :

$$\tilde{MR}_{it} = +\ 3.94141 - 2.05133\ K_{it} \qquad R = 0.0823$$
$$(2.84211) \qquad N = 626$$

Zwischen eigentümerkontrollierten und managerkontrollierten Unternehmen besteht kein Unterschied in der Marktrendite. Der Unterschied von 2.05 % zugunsten der managerkontrollierten Unternehmen ist nicht signifikant.[1] Dieses Ergebnis entspricht zwar nicht dem Befund von McEachern (1975, S.89-93), aber es ist plausibel, da es darauf hinweist, daß der Börsenmarkt effizient ist. Unter einem effizienten Börsenmarkt kann man natürlich erwarten, daß unterschiedliche Eigenkapitalrenditen über die Bewertung der Unternehmensanteile zu ausgeglichenen Marktrenditen führen. Das heißt also in unserem Fall, daß die managerkontrollierten Unternehmen höher bewer-

---

1) Wir haben diesen Testansatz nicht weiter nach dem Unternehmenskontext differenziert, da sich die Marktrenditen der Unternehmen aus dem Zusammenspiel der Unternehmensrentabilität, in die solche Bedingungen wie der Unternehmenskontext eingehen können, und den Erwartungen der Aktionäre bilden. Unterschiede in der Marktrendite von Unternehmen sollten sich demnach unter einem effizienten Börsenmarkt bis auf diejenigen Unterschiede ausgleichen, die durch unterschiedliches Anlagerisiko bedingt sind. Aus diesem Grunde werden wir auch in späteren Testansätzen, die die Marktrendite als abhängige Variable beinhalten keine Differenzierung nach dem Unternehmenskontext vornehmen; das gleiche gilt für die Variablen Bewertungsrate und Anlagerisiko.

tet sein sollten, da wir für sie eine höhere Eigenkapitalrendite als für eigentümerkontrollierte Unternehmen aufgefunden haben. Diese Überlegung steht jedoch im Gegensatz zur Bewertungshypothese, nach der wir erwarten sollten[1] :

H-IX-5 : Managerkontrollierte Unternehmen haben eine niedrigere Bewertungsrate als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

Wir überprüfen diese Hypothese mit folgendem Testansatz:

$$\text{A-IX-5} : BW_{it} = b_o + b_1 K_{it} + u_{it}$$

mit $i = 1,\ldots,N_t$; N_t = Anzahl der Unternehmen im Jahr

$t = 1961,\ldots, 1970$

K = Unternehmenskontrolle, wie bisher

BW = Bewertungsrate $= \frac{MW}{EK}$

Die Bewertungsrate ist hier gemessen als das Verhältnis des Marktwertes der Unternehmen zu ihrem Eigenkapital.[2] Dieser OLS-Ansatz [3] führt zu folgendem Ergebnis:

$$\hat{BW}_{it} = 2.25396 - 0.27275 K_{it} \qquad R = 0.0983$$
$$(0.11058) \qquad N = 626$$
$$++$$

Wir finden also, daß der Markt die managerkontrollierten Unternehmen, die eine höhere Eigenkapitalrendite erwirtschaften, höher bewertet als die eigentümerkontrollierten Unternehmen. Dieser Befund steht zwar im Gegensatz zur Hypothese H-IX-5, daß managerkontrollierte Unternehmen eine niedrigere Bewertungsrate aufweisen als eigentümerkontrollierte Unternehmen, zeigt aber zusammen mit den Befunden zur Renditehypothese (Eigenkapitalrendite und Marktrendite) ein konsistentes Bild, das auf einen funktionierenden Börsenmarkt hindeutet.

---

1) Vgl. Abschnitt VI-2.

2) Zur Messung des Eigenkapitals vgl. IX-2.1.

3) Die Homoskedastieannahme ist hier nicht verletzt.

X Wachstum und Unternehmenskontrolle

1. Operationalisierung des Wachstums

In den Modellen der Managerialisten wird als Alternative zur klassischen Gewinnmaximierungshypothese das Wachstum als Zielvariable eingeführt. Dies gilt vor allem für das Modell von Marris (1964), in dem das Wachstum des Gesamtkapitals maximiert wird. Aber auch dem Umsatzmaximierungsmodell von Baumol (1967) kann entnommen werden, daß das Wachstum (des Umsatzes) maximiert werden soll: denn Maximierung des Umsatzes ist gleichbedeutend mit der Maximierung des Umsatzwachstums in einem mehrperiodischen Kontext. Demnach stehen als Bezugsgrößen des Wachstums einmal das Gesamtkapital und zum anderen der Umsatz zur Verfügung. Wir benutzen in dieser Untersuchung beide. Darüberhinaus stellt sich die Frage, ob das Wachstum nominell oder real gemessen werden soll. Die Modelle von Marris und Baumol existieren in einer Welt ohne Inflation, sodaß zunächst das reale Wachstum im Vordergrund stehen sollte. Andererseits sind die Argumente von z.B. Baumol (1967) zur Begründung der Umsatzmaximierung auf Reaktionen externer Gruppen wie Kunden, Lieferanten und Gläubiger abgestellt. Dabei ist es eine offene Frage, ob diese Gruppen sich nicht eher an nominellen Werten orientieren als an realen. Daher wollen wir beide Versionen - reales und nominelles Wachstum - überprüfen. Für das Gesamtkapital ist eine korrekte Deflationierung schwierig, da nicht alle seine Positionen "kontinuierlich" und gleichartig der Inflation unterliegen. Der Umsatz dagegen ist leicht zu deflationieren. Wir deflationieren den Umsatz industriespezifisch mit Hilfe des Index der Erzeugerpreise für die industrielle Produktion (Basisjahr 1962).[1)]

---

1) Vgl. Quartz (1976, S.179).

Damit verbleiben wir mit drei Bezugsgrößen zur Operationalisierung der Wachstumsvariablen:

1) Umsatz (UMSA)
2) Deflationierter Umsatz (UDEF)
3) Gesamtkapital (GKAP)

Das Wachstum messen wir jeweils jährlich als prozentuale Veränderung der Bezugsgrößen und erhalten folgende Wachstumsraten (WR) :

$$WR1_t = \frac{UMSA_t - UMSA_{t-1}}{UMSA_{t-1}} \times 100$$

$$WR2_t = \frac{UDEF_t - UDEF_{t-1}}{UDEF_{t-1}} \times 100$$

$$WR3_t = \frac{GKAP_t - GKAP_{t-1}}{GKAP_{t-1}} \times 100$$

mit $t = 1962, 1963, \ldots, 1970$

UMSA = Umsatz
UDEF = deflationierter Umsatz
GKAP = Gesamtkapital

2. Stichprobe

Als Stichprobe werden wie bisher die Beobachtungen der börslich notierten Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes herangezogen. Von diesen 716 Beobachtungen entfällt zunächst ca. 1/10, weil bei der Bildung der Wachstumsraten das Anfangsjahr 1961 ausscheidet; darüberhinaus sind noch einige weitere Ausfälle hinzunehmen, da nicht in jedem Jahr gleiche Beobachtungszahlen vorliegen[1)], sodaß wir einen Stichprobenumfang von N = 595 erhalten.

---

1) Vgl. Tabelle IX-3.

3. Hypothese, Testansätze und Ergebnisse

In den Modellen von Baumol (1967) und Marris (1964) ist das Wachstum die Zielvariable, während ein bestimmtes Gewinniveau als Restriktion eingehalten werden muß. In der Theorie des Managerialismus wird angenommen, daß eher die managerkontrollierten Unternehmen als die eigentümerkontrollierten durch ein solches Zielverhalten charakterisiert werden können (so auch Williamson, 1964 und Monsen und Downs, 1965). Demnach lautet die allgemeine Wachstumshypothese:

H-X-1 : Managerkontrollierte Unternehmen haben eine höhere Wachstumsrate als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

Wir überprüfen diese Hypothese zunächst mit folgendem einfachen Testansatz:

A-X-1 : $WR_{it} = b_o + b_1 K_{it} + u_{it}$

mit $i = 1,\ldots,N_t$; N_t = Anzahl der Unternehmen im Jahr t

$t = 1962, \ldots, 1970$

$K = \begin{cases} 0, & \text{wenn das Unternehmen managerkontrolliert ist} \\ 1, & \text{wenn das Unternehmen eigentümerkontrolliert ist} \end{cases}$

WR = die Wachstumsrate des Unternehmens

WR1 - Wachstumsrate des Umsatzes

WR2 - Wachstumsrate des deflationierten Umsatzes

WR3 - Wachstumsrate des Gesamtkapitals

Und wir erhalten folgendes allgemeines Ergebnis:

E-X-1 : $\hat{WR}_{it} = \hat{b}_o + \hat{b}_1 K_{it}$

Tabelle X-1 : Wachstum und Unternehmenskontrolle, einfacher Ansatz, OLS-Schätzung

Ergebn. zu	abh. Var.	unabh. Var.	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	R
E-X-1	WR1	K	8.48042	-2.19554 (1.99045)	0.0452
	WR2	K	8.04584	-2.62396 (1.99531)	0.0539
	WR3	K	8.87282	-2.38069 (1.15841) ++	0.0841
N = 595; OLS-Schätzungen					

Tabelle X-1 bringt die Ergebnisse des einfachen Ansatzes. Größenordnungen und Tendenzen sind für alle drei Wachstumsraten gleich. Bemerkenswert ist, daß praktisch kein spürbarer Unterschied auftritt, ob man das reale oder das nominelle Umsatzwachstum berücksichtigt. Allerdings sind diese Ergebnisse nicht mehr überraschend, wenn man sich die hohe Interkorrelation der einzelnen Größenmaße ins Gedächtnis zurückruft.[1] Hypothesenkonform ist zunächst im obigen OLS-Ansatz nur das Ergebnis zur WR3: erwartungsgemäß haben managerkontrollierte Unternehmen eine höhere Wachstumsrate als eigentümerkontrollierte. Analog zu den Argumenten bei der Überprüfung der Hypothese zur Eigenkapitalrendite kann man jedoch erwarten, daß die Ergebnisse dieser OLS-Ansätze nicht effizient sind, weil die Annahme der Homoskedastie der Residualvarianzen verletzt sein kann; größere Unternehmen haben möglicherweise die Chance, durch das Eingehen vieler Einzelgeschäfte nicht nur ihre Eigenkapitalrendite zu stabilisieren, sondern auch ihre Wachstumsrate. Der Heteroskedastietest

---

1) Vgl. Tabelle VIII-1.

bestätigt diese Erwartung.

Tabelle X-2 : Heteroskedastietest für den Zusammenhang Wachstumsrate und Unternehmensgröße

Abh. Var.	Gewicht	RSSG [1]	RSSK	F-Wert	α
WR1	ohne	51,066.821	215,988.712	4.2295	0.00
	LG	8,694,421.338	18,754,677.821	2.1571	0.00
	LG··2	1,598,450,763.141	1,637,223,500.188	1.0243	41.85
WR2	ohne	50,681.913	215,495.008	4.2519	0.00
	LG	8,822,405.570	18,712,130.463	2.1210	0.00
	LG··2	1,654,610,623.297	1,632,758,595.766	1.0134	45.45
WR3	ohne	32,494.775	53,857.767	1.6574	0.00
	LG	5,573,390.730	4,824,812.965	1.1552	10.80
	LG··0,8	1,980,108.447	1,961,400.075	1.0095	46.75
N = 595; N/2 = 297; FG = 295					

Die in Tabelle X-2 zusammengestellten Ergebnisse zeigen wie ähnlich sich die Wachstumsraten auf der Basis nominaler und realer Umsätze verhalten. Allgemein zeigt sich für alle drei Wachstumsraten, daß größere Unternehmen stabilere Raten haben. Für die Wachstumsraten WR1 und WR2 ergibt sich LKAP··2 als geeignetes Gewicht zum Ausgleich der Heteroskedastie, bei WR3 ergibt sich LKAP··0,8.[1] Wir errechnen die GLS-Schätzer mit folgendem Ansatz:

A-X-1' : $WR_{it}G_{it} = b_o G_{it} + b_1 K_{it} G_{it} + u_{it} G_{it}$

Symbole wie in A-X-1 und

$G_{it} = LG_{it}{}^{\cdot\cdot 2}$ bei WR1 und WR2

$G_{it} = LG_{it}{}^{\cdot\cdot 0,8}$ bei WR3

Mit dem allgemeinen Ergebnis:

E-X-1' : $\tilde{WR}_{it} = \tilde{b}_o + \tilde{b}_1 K_{it}$

---

1) RSSG ist die Residuenquadratsumme der OLS-Regression der großen Unternehmen; RSSK entsprechend der kleinen Unternehmen.

2) Bei der Bestimmung der Gewichte verwenden wir die Vorgehensweise von Smyth u.a. (1975, S.75-77); vgl. Abschnitt IX-3.3.2 .

Tabelle X-3 : Wachstum und Unternehmenskontrolle, einfacher Ansatz, GLS-Schätzung

Ergebn. zu	abh. Var.	unabh. Var.	$\tilde{b}_o$	$\tilde{b}_1$	R
E-X-1'	WR1	K	10.07227	-3.42807 (1.4821) ++	0.4276
	WR1	K	9.98819	-4.08786 (1.50386) +++	0.4097
	WR3	K	9.59640	-2.79378 (1.06838) +++	0.5365
N = 595; GLS-Schätzungen					

Wir erhalten also mit den GLS-Schätzungen deutlich stärkere Ergebnisse als bisher (vgl. Tabelle X-3). Für alle drei Wachstumsraten bestätigt sich der erwartete Zusammenhang: managerkontrollierte Unternehmen haben eine höhere Wachstumsrate als eigentümerkontrollierte.

Als nächstes untersuchen wir, ob dieser Befund auch erhalten bleibt, wenn wir die Unternehmensgröße als kontrollierende unabhängige Variable in den Test mit einbeziehen; und ebenso, wenn wir die Stichprobe nach unterschiedlichen Kontextgegebenheiten schichten. So finden wir nämlich deutliche unterschiedliche Wachstumsraten zwischen den Unternehmen der hochkonzentrierten Industrien und denjenigen der niedrigkonzentrierten:

Tabelle X-4 : Mittelwerte der Wachstumsraten

Stichprobe	Mittelwerte		
	WR1	WR2	WR3
alle Unternehmen N= 595	6.8642	6.1142	7.1203
hochkonzentriert N= 217	10.1667	10.3708	8.7936
niedrigkonzentriert N= 309	5.1595	3.6463	6.3068

Der multiple Ansatz lautet:

A-X-1.1 : $WR_{it} = b_o + b_1 K_{it} + b_2 LG_{it} + u_{it}$

Symbole wie in A-X-1 und:

LG = natürlicher Logarithmus des Gesamtkapitals

Die GLS-Schätzer errechnen wir aus folgendem Ansatz:

A-X-1.1' : $WR_{it}G_{it} = b_o G_{it} + b_1 K_{it} G_{it} + b_2 LG_{it} G_{it} + u_{it} G_{it}$

Symbole wie in A-X-1' und:

LG = natürlicher Logarithmus des Gesamtkapitals

Diese Ansätze haben die allgemeinen Ergebnisse:

E-X-1.1 : $\hat{WR}_{it} = \hat{b}_o + \hat{b}_1 K_{it} + \hat{b}_2 LG_{it}$

und

E-X-1.1' : $\tilde{WR}_{it} = \tilde{b}_o + \tilde{b}_1 K_{it} + \tilde{b}_2 LG_{it}$

Tabelle X-5 : Wachstum und Unternehmenskontrolle, multipler Ansatz, OLS- und GLS-Schätzung

Ergebn. zu	abh. Var.	unabh. Var.	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	$\hat{b}_2$	R
E-X-2	WR1	K,LG	-2.28950	+0.24808 (2.51665)	+0.83187 (0.52536)	0.0791
	WR2	K,LG	-5.07907	+0.35399 (2.52024)	+1.01377 (0.52611) +	0.0955
	WR3	K,LG	-5.06942	+0.78272 (1.45235)	+1.07690 (0.30319) ++++	0.1667
Ergebn. zu	abh. Var.	unabh. Var.	$\tilde{b}_o$	$\tilde{b}_1$	$\tilde{b}_2$	R
E-X-2'	WR1	K,LG	-3.45556	-0.37651 (2.05801)	+0.95873 (0.44936) ++	0.4349
	WR2	K,LG	-7.18748	-0.21343 (2.08069)	+1.21726 (0.45431) +++	0.4217
	WR3	K,LG	-5.70130	+0.75631 (1.40348)	+1.13411 (0.29525) ++++	0.5524
N = 595; OLS- und GLS-Schätzungen						

Die Ergebnisse des multiplen Ansatzes (Tabelle X-5) zeigen, daß die Signifikanz des Zusammenhangs zwischen den Variablen Unternehmenskontrolle und Wachstumsrate, wie er im einfachen Modell gefunden wurde, nicht erhalten bleibt. Stattdessen hat die Unternehmensgröße eine signifikante Beziehung zum Wachstum, u.z. so, daß große Unternehmen stärker wachsen. Es ist nicht auszuschließen, daß der Einfluß der Unternehmenskontrolle aufgrund ihrer Kollinearität mit der Unternehmensgröße (Korrelationskoeffizient = -0.6132) nicht aufspürbar ist im multiplen Ansatz. Die GLS-Schätzer zeigen sich im Durchschnitt stärker signifikant.

Tabelle X-6 : Wachstum und Unternehmenskontrolle, einfacher Ansatz unter verschiedenem Kontext, OLS - und GLS-Schätzung

	abh. Var.	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	R	$\tilde{b}_o$	$\tilde{b}_1$	R
hoch-konzentriert N = 217	WR1	9.87497	+0.51883 (4.30222)	0.0081	10.98426	-1.31491 (3.21500)	0.4406
	WR2	10.47059	-0.17754 (4.35498)	0.0028	11.55669	-1.98082 (3.29328)	0.4450
	WR3	10.10001	-2.32370 (2.03922)	0.0775	10.66129	-2.37862 (1.92750)	0.5673
niedrig-konzentriert N = 309	WR1	6.34361	-1.48133 (1.73541)	0.0487	6.87221	-1.80308 (1.46842)	0.4330
	WR2	4.33049	-0.85590 (1.63559)	0.0299	4.48447	-0.82699 (1.36577)	0.3364
	WR3	6.99245	-0.85778 (1.57638)	0.0310	7.28814	-1.06410 (1.51324)	0.4996
		Ergebn. zu E-X-1 OLS-Schätzung			Ergebn. zu E-X-1' GLS-Schätzung		

Betrachten wir nun die Testergebnisse für die nach dem Kontext differenzierten Stichproben (Tabelle X-6 u. X-7), so zeigt sich, daß der Einfluß der exogenen Variablen auf die Wachstumsraten der Unternehmen weitgehend verschwindet. Dies gilt nachhaltig für den einfachen Ansatz (Tabelle X-6) und auch für die Variable Unternehmensgröße in den multiplen Modellen: lediglich für die Unternehmen der hochkonzentrierten Industrien erhält sich noch ein signifikanter Befund (5 %-Niveau) zwischen der Unternehmensgröße und der Wachstumsrate WR3. Dabei bleibt es gleich, ob wir die OLS-oder GLS-Schätzungen betrachten. Demnach scheinen die früher gefundenen signifikanten Ergebnisse (Tabelle X-1, Tabelle X-3, Tabelle X-5) auf die unterschiedlichen Kontextbedingungen hinsichtlich des Wachstums zurückzuführen zu sein.

Tabelle X-7 : Wachstum und Unternehmenskontrolle, multipler Ansatz unter verschiedenem Kontext, OLS- und GLS-Schätzung

Ergebn. zu	Konzentration	abhängige Variable	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	$\hat{b}_2$	R
E-X-2	hoch N= 217	WR1	3.28217	+2.22609 (6.24251)	+0.46966 (1.24206)	0.0271
		WR2	4.45672	+1.37980 (6.31947)	+0.42841 (1.25737)	0.0235
		WR3	-9.31218	+2.70326 (2.92151)	+1.38288 (0.58129) ++	0.1778
	niedrig N= 309	WR1	1.59726	-0.91606 (1.87973)	+0.42096 (0.53598)	0.0661
		WR2	0.75713	-0.43033 (1.77226)	+0.31693 (0.50533)	0.0466
		WR3	1.36911	-0.18806 (1.70628)	+0.49874 (0.48652)	0.0662
Ergebn. zu	Konzentration	abhängige Variable	$\tilde{b}_o$	$\tilde{b}_1$	$\tilde{b}_2$	R
E-X-2'	hoch N= 217	WR1	2.68023	+0.36128 (4.38160)	+0.56626 (1.00383)	0.4419
		WR2	3.15732	-0.28538 (4.48838)	+0.57277 (1.02829)	0.4463
		WR3	-8.71733	+2.25867 (2.70921)	+1.35206 (0.56127) ++	0.5829
	niedrig N= 309	WR1	0.88514	-0.98108 (1.71047)	+0.49218 (0.52492)	0.4356
		WR2	2.26444	-0.52218 (1.59282)	+0.18250 (0.48882)	0.3370
		WR3	0.18209	-0.15019 (1.68213)	+0.60947 (0.49172)	0.5033
OLS- und GLS-Schätzungen						

XI Risiko und Unternehmenskontrolle

1. Operationalisierung des Risikos

Wir haben bisher zwei Konzeptionen des Risikos dargestellt[1] : die Varianz der Eigenkapitalrendite und den β - Koeffizienten.

(1) Die Varianz der Eigenkapitalrendite ist das Risikomaß, wenn unter Risiko der Erwartungswert der Eigenkapitalrendite maximiert werden soll. Dabei geht man von der Vorstellung eines Aktors aus; dieser Tatbestand kann als erfüllt angesehen werden, wenn der (einzige) Eigentümer das Unternehmen führt. Weitet man das Betrachtungsfeld aus auf einen Eigentümer oder eine Gruppe von Eigentümern, die zur Leitung der Unternehmung Manager bestellt, so bleibt die Varianz der Eigenkapitalrendite das Risikomaß, sofern die Eigentümer ihre Interessen nicht ändern und ohne Veränderung gegenüber den Managern durchsetzen können, indem sie z.B. das persönliche Risiko[2] der Manager an die Maximierung der Eigenkapitalrendite binden. Existiert nun der Zusammenhang, daß höheres Risiko mit höherer Rendite belohnt wird, so kann jeder Eigentümer (Aktor) die effiziente Rendite-Risikokombination realisieren, die seiner Risikoeinstellung entspricht. Die Theorie des Managerialismus behauptet, daß Eigentümer, die die Kontrolle über ihr Unternehmen ausüben,risikofreudiger sind als Manager. Konsequenterweise kann man demnach erwarten,daß managerkontrollierte Unternehmen eine niedrigere Varianz der Eigen-

---

1) Vgl. Abschnitt V.

2) Persönliches Risiko der Manager besteht z.B. in Einkommenseinbußen und im schlimmsten Fall in der Entlassung.

kapitalrendite aufweisen als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

Wir operationalisieren das Risikomaß Varianz der Eigenkapitalrendite in zwei Versionen:

(a) als Varianz der Eigenkapitalrendite über den Beobachtungszeitraum 1961 - 1970 mit der üblichen Formel:

$$VER_i = \frac{\sum_{t=1}^{T} (ER_{it} - \overline{ER}_i)^2}{T-1}$$

mit $t = 1, \ldots, 10$ für die Jahre 1961,...,1970
für alle $i = 1, \ldots, N$ =Anzahl der Unternehmen

Wir bilden also die Längsschnittvarianz für jedes Unternehmen. Die verwendete Eigenkapitalrendite ist hierbei das Maß ER2, also die um Ausschüttungsunterschiede korrigierte Eigenkapitalrendite.

(b) Einige Autoren [1] üben Kritik an dieser Operationalisierung, weil die so gemessene Varianz einen möglichen linearen Trend in der Entwicklung der jährlichen Eigenkapitalrendite, der vorhersehbar ist, nicht berücksichtigt. Ihnen folgend berechnen wir deshalb die um den linearen Trend bereinigte Varianz der Eigenkapitalrendite:

$VBER_i$ für alle $i = 1,\ldots,N$; N = Anzahl der Unternehmen

Sie ergibt sich rechnerisch als die Residualvarianz des folgenden linearen Trendmodells:

$$ER_{it} = b_{oi} + b_{1i}t + u_{it}$$

mit $t = 1961,\ldots, 1970$
für alle $i = 1,\ldots,N$; N = Anzahl der Unternehmen

---

1) Vgl. Quartz (1976, S.181; S.173-174 und die dort zitierte Literatur).

(2) Die andere Konzeption zur Operationalisierung des Risikos ist der β- Koeffizient der Portefeuilletheorie, wie er von McEachern (1975) benutzt wird. Er ist das geeignete Risikomaß, wenn der Eigentümer oder die Eigentümergruppe die gerade betrachtete Unternehmung nicht als einzige Kapitalanlage hält, sondern diese Unternehmensanteile als Bestandteil eines Aktienportefeuilles hält. Dann ist nicht mehr der individuelle Risikograd der einzelnen Anlage des Portefeuilles relevant, sondern ihr Risikograd im Verhältnis zu allen Anlagen des Portefeuilles. Üblicherweise wird der β- Koeffizient einer Anlage in Bezug auf alle vorhandenen Anlagen bestimmt; dies wäre in unserem Fall der β- Koeffizient der Aktien eines Unternehmens im Verhältnis zu allen börslich notierten Unternehmen. Hier müssen wir uns wegen mangelnder Daten beschränken auf die Bestimmung des β- Koeffizienten im Hinblick auf die in unserer Stichprobe enthaltenen börslich notierten Unternehmen. Eine weitere Einschränkung besteht darin, daß wir den Koeffizienten nur mit Hilfe jährlicher Kursnotierungen errechnen, während er sonst aufgrund monatlicher oder täglicher Rechnungen errechnet wird.[1] Der β-Koeffizient ist für eine Unternehmung i definiert als:

$$\beta_i = \frac{COV\ (MR_i,\ MR_A)}{VAR\ (MR_A)}$$

mit MR_i = die Marktrendite der Unternehmung i

MR_A = die allgemeine Marktrendite (Durchschnitt aller MR_i)

$COV(MR_i,\ MR_A)$ = die Kovarianz der Marktrendite der Unternehmung i mit der allgemeinen Marktrendite

$VAR\ (MR_A)$ = die Varianz der allgemeinen Marktrendite

Eine einzelne Anlage i wird umso riskanter in Bezug auf das Portefeuille beurteilt, je größer der Wert des

---

1) Zum β- Koeffizienten vgl. z.B. : Beaver u.a. (1970) und die dort zitierte Literatur; ferner Franke (1971); Altman u.a. (1974) zeigen, daß der β- Koeffizient ein taugliches Konzept auch für andere Wirtschaftsgebiete als die USA ist: hier Frankreich.

β- Koeffizienten ist. Bei $\beta = 1$ hat die einzelne Anlage gerade die gleiche Varianz (den gleichen Risikograd) wie das Portefeuille. Wird eine Anlage mit einem Wert von $\beta < 1$ in das Portefeuille aufgenommen, so reduziert sich die Varianz (und damit der Risikograd) des Portefeuilles und wird von dem Investor als "sichere" Anlage beurteilt; Bei $\beta > 1$ gilt das Gegenteil. Wir errechnen den Schätzwert b_i des Koeffizienten β_i für die Unternehmung i mit folgender OLS-Regression:

$$MR_{it} = \alpha_i + \beta_i MR_{At} + u_{it}$$

mit $t = 1961, \ldots, 1970$

für alle $i = 1, .., N$; N = Anzahl der Unternehmen

MR_{it} = Marktrendite der i-ten Unternehmung im Jahr t

MR_{At} = Durchschnitt der Marktrendite aller i-Unternehmen im Jahr t

Und dem Ergebnis:

$$MR_{it} = a_i + b_i MR_{At}$$

Damit haben wir die abhängigen Variablen zur Überprüfung der Risikohypothese operationalisiert. Da sich diese Variablen jeweils auf einen Zeitraum von 10 Jahren erstrecken, müssen wir auch die unabhängigen Variablen "angleichen". Dies erfolgt bei der Variablen Unternehmensgröße durch Mittlung des Gesamtkapitals über die 10 Jahre und anschließende Errechnung des natürlichen Logarithmus dieses Mittelwertes; bei der Variablen Marktanteil durch einfache Mittlung über die 10 Jahre; und bei der Variablen Unternehmenskontrolle dadurch, daß nur solche Unternehmen berücksichtigt werden, die während der 10 Jahre immer der gleichen Gruppe angehören.

2. Stichprobe

Gegenüber der bisherigen Beobachtungszahl N = 716 für die börslich notierten Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes reduziert sich die Stichprobe zur Überprüfung der Risikohypothese erheblich. Zunächst haben wir eine Verdichtung der Beobachtungen auf 1/10 des ursprünglichen Umfangs, weil die Variablen jeweils für den 10-Jahreszeitraum berechnet sind. Darüberhinaus entfallen alle jene Unternehmen, für die alle Daten nicht lückenlos über die 10 Jahre vorhanden sind und solche, die einen Wechsel in der Unternehmenskontrollklasse hatten: es bleibt ein Stichprobenumfang von N = 45.

3. Hypothesen, Testansätze und Ergebnisse

Aus den Argumenten der Managerialismustheorie[1] ergibt sich die allgemeine Hypothese, daß managerkontrollierte Unternehmen ein niedrigeres Risiko haben als eigentümerkontrollierte Unternehmen. Nach den beiden vorgestellten Risikokonzeptionen ergeben sich somit zwei Varianten:

H-XI-1 : Managerkontrollierte Unternehmen haben ein geringeres Unternehmensrisiko (eine geringere Varianz der Eigenkapitalrendite) als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

Und

H-XI-2 : Managerkontrollierte Unternehmen haben ein geringeres Anlagerisiko (gemessen am β- Koeffizienten) als eigentümerkontrollierte Unternehmen.

---

1) Vgl. Abschnitt V und VI.

Die Hypothese H-XI-1 überprüfen wir zunächst mit folgendem OLS-Ansatz[1] :

$$\text{A-XI-1 :} \quad VER_i = b_o + b_1 K_i + u_i$$

mit $i = 1,\ldots,N;\ N = 45$

VER = Varianz der Eigenkapitalrendite

und als Alternative

VBER = Varianz der trendbereinigten Eigenkapitalrendite

$$K = \begin{cases} 0, & \text{wenn das Unternehmen managerkontrolliert ist} \\ 1, & \text{wenn das Unternehmen eigentümerkontrolliert ist} \end{cases}$$

Daneben auch das multiple Modell:

$$\text{A-XI-1.1 :} \quad VER_i = b_o + b_1 K_i + b_2 LGM_i + u_i$$

Symbole wie in A-XI-1 und

LGM = natürlicher Logarithmus des 10-Jahresmittelwertes des Gesamtkapitals

Die allgemeinen Ergebnisse dieser beiden Ansätze lauten:

$$\text{E-XI-1 :} \quad \hat{VER}_i = \hat{b}_o + \hat{b}_1 K_i$$

und

$$\text{E-XI-1.1 :} \quad \hat{VER}_i = \hat{b}_o + \hat{b}_1 K_i + \hat{b}_2 LGM_i$$

---

1) Da keine Vermutungen dazu bestehen, daß die Annahme der Homoskedastie der Residuenvarianzen dieses Ansatzes verletzt ist, entfällt hier ein Heteroskedastietest.

Tabelle XI-1 : Unternehmensrisiko und Unternehmenskontrolle, einfaches und multiples Modell

Ergebn. zu	abhängige Variable	unabh. Variable	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	$\hat{b}_2$	R
E-XI-1	VER	K	41.06132	+28.03458 (18.48325)		0.2254
E-XI-1.1	VER	K,LG	181.69562	-6.38888 (25.00022)	-10.56486 (5.35881) +	0.3622
E-XI-1	VBER	K	39.14073	+17.56200 (17.07229)		0.1550
E-XI-1.1	VBER	K,LG	175.26288	-15.75701 (22.98669)	-10.22589 (4.92721) ++	0.3388
N = 45; OLS-Schätzungen						

Die Ergebnisse der Testansätze A-XI-1 und A-XI-1.1 (vgl. Tabelle XI-1) bestätigen nicht die Erwartung, daß managerkontrollierte Unternehmen eine niedrigere Varianz der Eigenkapitalrendite haben als eigentümerkontrollierte. Wenn auch in dem einfachen Modell der Regressionskoeffizient der Variablen Unternehmenskontrolle das richtige Vorzeichen hat, so ist dieser Befund nicht gegen Null abgesichert. Allerdings ist zu berücksichtigen, daß wir den t-Test zur Überprüfung der Signifikanz des Regressionskoeffizienten unter zweiseitiger Fragestellung vorgenommen haben; nach der Art der Hypothese H-XI-1 genügt die einseitige Fragestellung. In diesem Fall ist der Befund zwischen der Varianz der Eigenkapitalrendite und der Unternehmenskontrolle gerade auf dem 10 %-Niveau signifikant, während der Befund zwischen der trendbereinigten Eigenkapitalrenditevarianz und der Unternehmenskontrolle auch weiterhin insignifikant bleibt.

Desweiteren haben wir untersucht, ob sich dieses Ergebnis ändert, wenn wir die Testansätze nach dem Kontext differenzieren. Hier zeigt sich zunächst, daß das Unternehmensrisiko, gemessen an der Varianz der Eigenkapitalrendite (bzw. der trendbereinigten Eigenkapital-

rendite), für die Unternehmen der hochkonzentrierten Industrien niedriger ist als für diejenigen der niedrigkonzentrierten Industrien(vgl. Tabelle XI-2).

Tabelle XI-2 : Mittelwerte der Eigenkapitalrenditevarianz (auch trendbereinigt)

Stichprobe	VER	VBER
alle Unternehmen N=45	59.7510	50.8487
hochkonzentriert N=19	49.9274	36.5324
niedrigkonzentriert N=21	75.8627	67.8906

Tabelle XI-3 enthält die Ergebnisse der Testansätze E-XI-1 und E-XI-1.1 unter verschiedenem Kontext. Es zeigt

Tabelle XI-3 : Unternehmensrisiko und Unternehmenskontrolle, einfaches und multiples Modell unter verschiedenem Kontext

	Ergebn. zu	abh. Var.	unabh. Var.	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	$\hat{b}_2$	R
hohe Konzentration N = 19	E-XI-1	VER	K	23.27458	+49.93381 (19.37666) ++		0.5300
		VBER	K	20.08440	+34.72360 (17.14440) +		0.4409
	E-XI-1.1	VER	K,LGM	89.40054	+29.48926 (35.13601)	-4.67259 (6.65368)	0.5499
		VBER	K,LGM	72.74254	+18.44297 (31.17911)	-3.72093 (5.90437)	0.4625
niedrige Konzentration N = 21	E-XI-1	VER	K	76.63480	-1.01334 (35.57976)		0.0065
		VBER	K	77.25340	-12.28871 (32.14854)		0.0874
	E-XI-1.1	VER	K,LGM	317.93556	-26.83157 (37.61965)	-20.74672 (12.72760)	0.3587
		VBER	K,LGM	332.96940	-39.64930 (33.03602)	-21.98612 (11.17685) +	0.4280

sich zunächst in Bezug auf die einfachen Modelle ein deutlicher Unterschied zwischen Unternehmen der hoch- und niedrigkonzentrierten Industrien. Für die erste Gruppe stehen die Ergebnisse in Einklang mit der Hypothese H-XI-1, für die zweite dagegen nicht. Berücksichtigt man jedoch die Ergebnisse der multiplen Testansätze, so zeigt sich, daß innerhalb der hochkonzentrierten Industrien der signifikante Einfluß der Kontrollvariablen nicht mehr nachzuweisen ist, aber auch die Unternehmensgröße zeigt keinen signifikanten Einfluß. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, daß in dieser Stichprobe eine ausgesprochen hohe Kollinearität zwischen den Variablen Kontrolle und Größe (R=0.83) vorliegt, die eine Aufspaltung des statistischen Einflusses auf diese beiden unabhängigen Variablen nicht zuläßt. Andererseits zeigt sich innerhalb der Gruppe der niedrigkonzentrierten Industrien wie auch für alle Unternehmen die Unternehmensgröße als statistisch signifikante Einflußgröße des Unternehmensrisikos. In Bezug auf die Trennung des Einflusses der beiden unabhängigen Variablen kann man auch zu diesen letzten Ergebnissen ein größeres Vertrauen haben, da dort die Interkorrelation der unabhängigen Variablen nicht bedeutend (für die Unternehmen der niedrigkonzentrierten Industrien; R=0.4210) oder gemildert ist (für alle Unternehmen; R=0.6984). Insgesamt gesehen scheint somit die Hypothese H-XI-1 nicht gestützt, da sie 1. von keinem multiplen Ansatz eine Stütze erfährt, 2. innerhalb der Unternehmen der niedrigkonzentrierten Industrien und für alle Unternehmen ebenfalls vom Ergebnis des einfachen Ansatzes nicht gestützt wird und 3. das Ergebnis zum einfachen Testansatz für die Unternehmen der hochkonzentrierten Industrien vermutlich durch die dort sehr hohe Interkorrelation der Unternehmenskontrolle und der Unternehmensgröße zustande kommt, sodaß hier vermutlich der Einfluß der Unternehmensgröße beobachtet wird. Die Er-

gebnisse der vorgelegten Testansätze legen eher nahe, daß die Unternehmensgröße einen Einfluß auf das Unternehmensrisiko hat, nämlich je größer das Unternehmen umso geringer das Unternehmensrisiko. Dieses Ergebnis ist nicht überraschend, wenn wir berücksichtigen, daß wir diesen Zusammenhang im Rahmen der Heteroskedastietests schon früher aufgefunden haben, wenn dort auch die Querschnittsvarianz der Eigenkapitalrendite Gegenstand der Überlegungen war.
Als nächstes überprüfen wir die Hypothese H-XI-2 mit dem einfachen OLS-Ansatz[1] :

$$\text{A-XI-2 :} \quad B_i = b_o + b_1 K_i + u_i$$

mit $i = 1, \ldots, N; \quad N = 45$

$$K = \begin{cases} 0, & \text{wenn das Unternehmen managerkontrolliert ist} \\ 1, & \text{wenn das Unternehmen eigentümerkontrolliert ist} \end{cases}$$

B_i = Schätzwert des β- Koeffizienten

und mit dem multiplen Ansatz:

$$\text{A-XI-2.1 :} \quad B_i = b_o + b_1 K_i + b_2 LGM_i + u_i$$

Symbole wie in A-XI-2

und LGM_i = natürlicher Logarithmus des 10-Jahresmittelwertes des Gesamtkapitals

Diese Ansätze haben die allgemeinen Ergebnisse:

$$\text{E-XI-2 :} \quad \hat{B}_i = \hat{b}_o + \hat{b}_1 K_i$$

und

$$\text{E-XI-2.1:} \quad \hat{B}_i = \hat{b}_o + \hat{b}_1 K_i + \hat{b}_2 LGM_i$$

In Tabelle XI-3 sind die Ergebnisse dieser Ansätze dargestellt. Im einfachen und im multiplen Ansatz ergibt sich kein Zusammenhang zwischen der Variablen Unternehmenskontrolle und dem Anlagerisiko in die Unternehmung, gemessen mit dem Schätzwert des β- Koeffizienten. Dies führt zur Ab-

1) Auch hier entfällt der Heteroskedastietest, da keine Vermutungen dazu bestehen, daß die Annahme der Homoskedastie der Residuenvarianzen dieses Ansatzes verletzt ist.

lehnung der Hypothese H-XI-2. Auch die Variable Unternehmensgröße zeigt keinen statistischen Einfluß auf das Anlagerisiko.[1)]

Tabelle XI-4 : Anlagerisiko und Unternehmenskontrolle, einfaches und multiples Modell

Ergebn. zu	abh. Var.	unabh. Var.	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	$\hat{b}_2$	R
E-XI-2	B	K	1.06355	-0.09532 (0.15458)		0.0936
E-XI-2.1	B	K,LGM	0.82996	-0.03814 (0.21819)	+0.01755 (0.04677)	0.1099

1) Dies gilt auch für das einfache Modell, in dem B_i auf LGM_i regressiert wird.

4. Exkurs : Rendite und Risiko

Wir haben bei der Überprüfung der Renditehypothese festgestellt, daß managerkontrollierte Unternehmen eine höhere Eigenkapitalrendite aufweisen, während bei den vorausstehenden Tests der Riskikohypothese keine Unterschiede zwischen den Unternehmenskontrollgruppen in Bezug auf die Eigenkapitalrenditevarianz festgestellt wurde. Diese Ergebnisse lassen vermuten, daß in unserer Stichprobe keine Risikoprämie in Bezug auf die Eigenkapitalrendite existiert, d.h. also, daß hier das Eingehen eines höheren Unternehmensrisikos nicht mit einer höheren Eigenkapitalrendite belohnt wird![1] Wir überprüfen diese Vermutung mit den beiden folgenden Ansätzen:

A-XI-3 : $ERM_i = b_o + b_1 VBER_i + u_i$

mit $i = 1,\ldots,N;\quad N = 45$

VBER = trendbereinigte Varianz der Eigenkapitalrendite

ERM = 10-Jahresmittelwert der Eigenkapitalrendite

dabei ist die um die unterschiedliche Ausschüttung korrigierte Eigenkapitalrendite verwendet

und zur Kontrolle :

A-XI-3.1 : $ERM_i = b_o + b_1 VBER_i + b_2 K_i + u_i$

Symbole wie in XI-3 und

$$K = \begin{cases} 0, & \text{wenn das Unternehmen managerkontrolliert ist} \\ 1, & \text{wenn das Unternehmen eigentümerkontrolliert ist} \end{cases}$$

Diese Ansätze haben die allgemeinen Ergebnisse:

E-XI-3 : $\hat{ERM}_i = \hat{b}_o + \hat{b}_1 VBER_i$

E-XI-3.1: $\hat{ERM}_i = \hat{b}_o + \hat{b}_1 VBER_i + \hat{b}_2 K_i$

---

1) Zur Diskussion der Risikoprämienhypothese s. Quartz (1976), insbes. S.278-281 zu einem Überblick über bisherige Ergebnisse.

Da wir bei der Überprüfung der Renditehypothese festgestellt haben, daß in den OLS-Ansätzen die Annahme der Homoskedastie verletzt ist, führen wir auch hier einen Heteroskedastietest durch. Wir testen, ob die 10-Jahresmittelwerte der Eigenkapitalrendite größere Varianzen für die großen Unternehmen aufweisen als für die kleinen. Da wir hier nur eine "kleine" Stichprobe (N = 45) haben, lassen wir nach der Ordnung der Beobachtungen nach ihrer Größe z zentrale Werte aus dem weiteren Test aus (Goldfeld u. Quandt, 1965). Den Wert von z bestimmen wir nach der Empfehlung von Johnston (1972, S.219) mit 11[1] und rechnen je eine OLS-Regression für die 17 größten und die 17 kleinsten Unternehmen. Der Quotient der Residuenquadrate ist dann die Teststatistik, die F-verteilt ist mit (N -z -2)/2, (N -z -2)/2,also 16,16 Freiheitsgraden. Tabelle XI-3 zeigt das Ergebnis dieses Tests, das die Erwartung bestätigt.

Tabelle XI-5 : Heteroskedastietest für den Zusammenhang Eigenkapitalrendite und Unternehmensgröße, N = 45

Variable	RSSG	RSSK	F	α
ERM	86.193	185.345	2.1503	6.8113 +

Daher errechnen wir GLS-Schätzer aus folgenden Ansätzen:

A- XI-3' : $ERM_i LGM_i = b_o LGM_i + b_1 VBER_i LGM_i + u_i LGM_i$

und

A-XI-3.1': $ERM_i LGM_i = b_o LGM_i + b_1 VBER_i LGM_i + b_2 K_i LGM_i + u_i LGM_i$

---

1) Johnston (1972, S. 219) empfiehlt für z einen Wert von 8 bei N = 30 und 16 bei N = 60; wenn eine lineare Interpolation möglich ist, so wäre bei N = 45 der korrekte Wert z = 12; damit wir für beide Teilstichproben gleiche Besetzungszahlen haben, wählen wir z = 11.

Mit den allgemeinen Ergebnissen:

E-XI-3' : $\widetilde{ERM}_i = \tilde{b}_o + \tilde{b}_1 VBER_i$

und

E-XI-3.1': $\widetilde{ERM}_i = \tilde{b}_o + \tilde{b}_1 VBER_i + \tilde{b}_2 K_i$

Tabelle XI- 6 : Eigenkapitalrendite und Unternehmensrisiko

Ergebnis zu	abhängige Variable	unabh. Variable	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	$\hat{b}_2$	R
E-XI-3	ERM	VBER	10.59605	-0.00681 (0.00861)		0.1102
E-XI-3.1	ERM	VBER,K	12.20544	-0.00492 (0.01156)	-2.69524 (1.30978) ++	0.3203
Ergebnis zu	abhängige Variable		$\tilde{b}_o$	$\tilde{b}_1$	$\tilde{b}_2$	R
E-XI-3'	ERM	VBER	11.31359	-0.01325 (0.01171)		0.9431
E-XI-3.1'	ERM	VBER,K	12.24884	-0.00735 (0.01177)	-2.23911 (1.16463) +	0.9478
N = 45; OLS- und GLS-Schätzungen						

Es zeigt sich also (vgl. Tabelle XI-6), daß in unserer Stichprobe nicht nachzuweisen ist, daß das Eingehen des höheren Unternehmensrisikos mit einer Prämie entlohnt wird, während die Unternehmenskontrollvariable im multiplen Modell den bereits bekannten Einfluß hat.

Das Unternehmensrisiko hat in unserer Stichprobe auch dann keinen statistisch bedeutsamen Einfluß auf die Höhe der Eigenkapitalrendite, wenn wir weiter nach unterschiedlichem Kontext schichten, wie die folgenden Ergebnisse zu den einfachen Ansätzen zeigen.

1) Für die Unternehmen der hochkonzentrierten Industrien:

$$\hat{ERM}_i = 11.07527 - \underset{(0.02802)}{0.00908}\ VBER_i \qquad R = 0.0784,\ N = 19$$

$$\tilde{ERM}_i = 11.89765 - \underset{(0.02748)}{0.01117}\ VBER_i \qquad R = 0.9505,\ N = 19$$

2) Für die Unternehmen der niedrigkonzentrierten Industrien:

$$\hat{ERM}_i = 10.10448 - \underset{(0.01532)}{0.00959}\ VBER_i \qquad R = 0.1422,\ N = 21$$

$$\tilde{ERM}_i = 10.34763 - \underset{(0.01519)}{0.01130}\ VBER_i \qquad R = 0.9293,\ N = 21$$

Daß wir hier keine Stütze für die Risikoprämienhypothese vorweisen können, mag vor allem daran liegen, daß wir die Hypothese auf das Unternehmens(gesamt)risiko (Varianz der Eigenkapitalrendite) statt auf das leistungswirtschaftliche Unternehmensrisiko (Varianz der Gesamtkapitalrendite) abgestellt haben. So kann Quartz (1976) die leistungswirtschaftliche Risikoprämienhypothese für die deutschen Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes stützen, während die Ergebnisse bisheriger Untersuchungen zum Zusammenhang Eigenkapitalrendite und Eigenkapitalrenditevarianz uneinheitlich sind (Quartz, 1976, S.278-281).

Eine weitere Frage wollen wir untersuchen, die die Marktrendite und das mit ihr verbundene Anlagerisiko betrifft. Für beide Variablen konnten wir keinen Unterschied im Hinblick auf die Unternehmenskontrolle finden, was auf ein Funktionieren des Börsenmarktes hinweist. Wenn dem so ist, so sollten riskante Anlagen eine höhere Marktrendite erwirtschaften als "sichere" Anlagen, denn da "sichere"

Anlagen c.p. eine stärkere Attraktion haben, sollten sie höher bewertet sein, was zu einer niedrigeren Marktrendite führt. Wir überprüfen diese Vermutung mit dem folgenden OLS-Ansatz :

$$\text{A-XI-4} : MRM_i = b_o + b_1 B_i + u_i$$

mit $i = 1,\ldots,N; \quad N = 45$

B = Schätzwert des β - Koeffizienten

MRM = 10-Jahresmittelwert der Marktrendite

und errechnen die GLS-Schätzer[1] aus folgendem Ansatz:

$$\text{A-XI-4'}: MRM_i G_i = b_o G_i + b_1 B_i G_i + u_i G_i$$

Symbole wie in A-XI-4 und

$G_i = LG \cdot\cdot 0.2$

Die Ergebnisse dieser Ansätze lauten:

$$\hat{MRM}_i = -2.35291 + \underset{(2.05743)\ ++}{5.12217}\ B \qquad R = 0.3549,\ N = 45$$

$$\tilde{MRM}_i = -2.41048 + \underset{(2.05415)\ ++}{5.13322}\ B \qquad R = 0.4992,\ N = 45$$

Es bestätigt sich also die Vermutung, daß höheres Anlagerisiko mit höherer Marktrendite belohnt wird. Ebenfalls durchgeführte multiple Ansätze, in denen die Unternehmenskontrolle und die Unternehmensgröße eingeführt werden, ändern dieses Ergebnis nicht. Der Regressionskoeffizient des Anlagerisikos bleibt numerisch in der gleichen Höhe und dem gleichen Signifikanzniveau, während die übrigen exogenen Variablen keine Rolle spielen.

---

1) Vgl. Abschnitt IX-4.3 .

XII Managereinkommen und Unternehmenskontrolle

1. Vorbemerkung

Im Zusammenhang mit der Überprüfung der Erfolgshypothesen, die aus der Managerialismustheorie abgeleitet sind, wird i.d.R. auch die Frage gestellt, von welchen ökonomischen Größen das Einkommen der Unternehmensleitung abhängt. Ein Argument für die Vermutung, daß managerkontrollierte Unternehmen ein anderes Zielverhalten aufweisen als eigentümerkontrollierte, liegt in der Annahme, daß in managerkontrollierten Unternehmen eine andere Entlohnungsstruktur eingeführt ist : dort ist vorwiegend eine Bindung des Einkommens an den Umsatz oder das Umsatzwachstum zu erwarten (Baumol, 1967), während in eigentümerkontrollierten Unternehmen eine vorwiegende Bindung des Einkommens zielkonform an die Eigenkapitalrendite zu erwarten ist. Ob tatsächlich unterschiedliche Entlohnungsstrukturen in den beiden Unternehmenskontrolltypen existieren, wurde jedoch nur selten überprüft (eine Ausnahme bildet McEachern, 1975).
Dagegen existieren eine ganze Reihe von Überprüfungen [1] der Frage, welche ökonomische Größe - unabhängig vom Unternehmenskontrolltyp - am stärksten das Einkommen der Unternehmensleitung beeinflußt, wodurch geklärt werden soll, ob generell die Entlohnungsstruktur die klassische oder die managerielle Theorie begünstigt. Dabei wird also unterstellt, daß für alle Unternehmen die gleiche Entlohnungsstruktur besteht.

2. Operationalisierung des Managereinkommens

Zur Operationalisierung der Variablen Managereinkommen gibt es in der angelsächsischen Literatur viele Ansätze. Sie beziehen sich auf die gesamte Unternehmensleitung oder häufiger auf den ersten Mann des Unternehmens (z.B. Chief

---

1) Vgl. Abschnitt IV-2.1 .

Executive Officer - in etwa Vorstandsvorsitzender); es gibt einfache Messungen, wie die Summe der Gehälter und verfeinerte Messungen, die neben den Gehältern zusätzliche Boni und Pensionsansprüche berücksichtigen. Wir sind bei der Operationalisierung des Managereinkommens angewiesen auf die uns zur Verfügung stehenden Daten. In der Bilanzdatenbank sind die gesamten jährlichen Vorstandsbezüge enthalten, inklusiv der Entgelte an pensionierte Vorstandsmitglieder und Hinterbliebene. Diese Größe dividieren wir durch die Anzahl der Vorstandsmitglieder, um den einfachen Fehler zu vermeiden, daß in größeren Unternehmen höhere Vorstandsbezüge gezahlt werden, weil sie mehr Vorstandsmitglieder haben; und erhalten die abhängige Variable durchschnittliche Vorstandsbezüge VBEZ:

$$\text{VBEZ} = \frac{\text{jährliche Vorstandsbezüge, inkl.Bezüge an pensionierte Vorstände u. Hinterbliebene}}{\text{Anzahl der Vorstandsmitglieder}}$$

An der vorstehenden Operationalisierung läßt sich kritisieren, daß auch die Bezüge an pensionierte Vorstandsmitglieder und Hinterbliebene eingeschlossen sind. Diesen Einwand kann man beseitigen, indem man eine Zusatzerhebung aus den Geschäftsberichten vornimmt, in denen die Positionen "Bezüge des Vorstandes" und "Bezüge pensionierter Vorstandsmitglieder und Hinterbliebener" getrennt berichtet sind. Dieser Weg wurde jedoch einerseits aus arbeitsökonomischen Gründen nicht eingeschlagen. Andererseits hat das hier verwendete Maß den Vorteil, daß es die laufenden und die Ruhebeträge des Vorstandes berücksichtigt, wenn man der Annahme zustimmt, daß zwischen den Unternehmen keine systematischen Unterschiede im Verhältnis tätige und pensionierte Vorstandsmitglieder vorliegen.

Als unabhängige Variablen werden verwendet:

- die Eigenkapitalrendite in der Operationalisierung der ER2, also korrigiert um die Steuerwirkung unterschiedlicher Gewinnausschüttung
- der Umsatz

3. Stichprobe

Ausgangspunkt ist die Stichprobe börslich notierter Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes N = 716. Die Bildung der abhängigen Variablen durchschnittliche Vorstandsbezüge ist jedoch nur für einen Teil dieser Beobachtungen möglich, da sich die Sekundärdaten "Vorstand und Aufsichtsrat", aus der die Anzahl der Vorstandsmitglieder entnommen wurde, gegenwärtig nur auf 15 der 30 Industrien erstreckt, sodaß wir einen Stichprobenumfang von N = 351 erhalten.

4. Hypothesen, Testansätze und Ergebnisse

Vorab wollen wir generell überprüfen, ob die Höhe der Vorstandsbezüge von den Variablen Umsatz und Eigenkapitalrendite beeinflußt wird und wie das Verhältnis der Einflußstärke beider Variablen ist. Dabei werden wir - wie in allen folgenden Tests - OLS- und GLS-Schätzungen vorlegen, da bisherige Arbeiten zeigen, daß die Variable Vorstandsbezüge heteroskedastisch im Hinblick auf die Unternehmensgröße ist; und zwar umgekehrt zu dem Zusammenhang zwischen Eigenkapitalrendite und Unternehmensgröße: größere Unternehmen haben größere Schwankungen in den Vorstandsbezügen. Wir überprüfen diesen Sachverhalt mit dem bereits dargestellten Heteroskedastietest von Goldfeld und Quandt (1965).[1)]

Tabelle XII-1 : Heteroskedastietest für den Zusammenhang zwischen Vorstandsbezügen und Unternehmensgröße

Var.	Gewicht	RSSG	RSSK	F-Wert	α
VBEZ	keines	2,777,867.104	732,721.742	3.7912	0.0000
VBEZ	1/(UMSA**0.25)	3,262.377	3,451.060	1.0578	35.5987
N = 351; N/2 = 175; FG = 173					

Das Ergebnis in Tabelle XII-1 zeigt deutlich die Bestätigung der Vermutung, daß größere Unternehmen eine größere Varianz in Bezug auf die durchschnittlichen Vorstandsbezüge haben als kleinere Unternehmen. Das Gewicht 1/(UMSA**0,25), das nach dem Vorgehen von Smyth u.a. (1975, S.75-77) bestimmt wurde, beseitigt die Heteroskedastie.

---

1) Vgl. Abschnitt IX-3.3.2 .

Wir überprüfen den folgenden OLS-Ansatz :

$$\text{A-XII-O} : VBEZ_{it} = b_o + b_1 ER_{it} + b_2 UM_{it} + u_{it}$$

mit $t = 1961,\ldots,1970$

$i = 1,\ldots,N_t$; N_t = Anzahl der Beobachtungen im Jahr t

ER = Eigenkapitalrendite (ER2)

UM = Umsatz

VBEZ = durchschnittliche Vorstandsbezüge

Und errechnen die GLS-Schätzer mit folgendem Ansatz:

$$\text{A-XII-O'} : VBEZ_{it}/G_{it} = b_o/G_{it} + b_1 ER_{it}/G_{it} + b_2 UM_{it}/G_{it} + u_{it}/G_{it}$$

Symbole wie in A-XII-O und:

G = UM··0.25, Gewicht zur Bereinigung der Heteroskedastie

Die Ansätze haben die allgemeinen Ergebnisse :

$$\text{E-XII-O} : \hat{VBEZ}_{it} = b_o + b_1 \hat{ER}_{it} + b_2 \hat{UM}_{it}$$

$$\text{E-XII-O'}: \tilde{VBEZ}_{it} = b_o + b_1 \tilde{ER}_{it} + b_2 \tilde{UM}_{it}$$

Tabelle XII-2 : Einflußgrößen der Vorstandsbezüge

Ergebnis zu	abhängige Variable	$\hat{b}_o$	$\hat{b}_1$	$\hat{b}_2$	R
E-XII-O	VBEZ	123.55674	+3.12588 (0.60494) ++++	+0.00010 (0.00000) ++++	0.7968
Ergebnis zu	abhängige Variable	$\tilde{b}_o$	$\tilde{b}_1$	$\tilde{b}_2$	R
E-XII-O'	VBEZ	92.96141	+2.38691 (0.41989) ++++	+0.00012 (0.00001) ++++	0.8776
N = 351; OLS- und GLS-Schätzungen					

Die Ergebnisse in Tabelle XII-2 zeigen, daß die unabhängigen Variablen einen positiven und signifikanten Einfluß auf die Höhe der durchschnittlichen Vorstandsbezüge haben. Um einen Eindruck zu vermitteln, in welcher Relation die Einzelstärke von Eigenkapitalrendite und Umsatz zueinander stehen, errechnen wir die Bezüge - nach den Ergebnissen zu E-XII-1.2 - für das "durchschnittliche" Unternehmen in dieser Stichprobe. Dabei sind rund 46 % (DM 92.961) festes Entgelt, während 42 % (DM 85.891) auf den Umsatz und 12 % (DM 25.110) auf die Eigenkapitalrentabilität entfallen. Zu überprüfen ist jetzt, ob der hier festgestellte generelle Befund durch die Einführung der Variablen Unternehmenskontrolle differenziert wird. Nach den Argumenten der Managerialisten - insbesondere Baumol (1967) - sollte man erwarten, daß in managerkontrollierten Unternehmen die Entlohnung relativ stärker an den Umsatz gebunden ist, während in eigentümerkontrollierten Unternehmen eine relativ stärkere Bindung an die Eigenkapitalrendite vorliegen sollte. Somit lautet die Hypothese:

H-XII-1 : In managerkontrollierten Unternehmen herrscht eine relativ stärkere Bindung der Vorstandsbezüge an den Umsatz und eine relativ schwächere Bindung an die Eigenkapitalrendite als in eigentümerkontrollierten Unternehmen.

Wir überprüfen die Hypothese H-XII-1 mit dem Ansatz:

$$\text{A-XII-1 : } VBEZ_{it} = b_o + b_1 ER_{it} + b_2 UM_{it} + b_3 K_{it} + b_4 ERK_{it} + b_5 UMK_{it} + u_{it}$$

mit $t = 1961,\ldots,1970$

$i = 1,\ldots,N_t$; N_t = Anzahl der Beobachtungen im Jahr t

ER = Eigenkapitalrendite (ER2)

UM = Umsatz

$$K = \begin{cases} 0, & \text{wenn das Unternehmen managerkontrolliert ist} \\ 1, & \text{wenn das Unternehmen eigentümerkontrolliert ist} \end{cases}$$

ERK = Variable der Interaktion zwischen Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle

UMK = Variable der Interaktion zischen Umsatz und Unternehmenskontrolle

VBEZ = durchschnittliche Vorstandsbezüge

Die Variablen ERK und UMK werden jeweils durch Multiplikation mit der Variablen K gebildet

wir erhalten das allgemeine Ergebnis :

$$\text{E-XII-1} : \hat{VBEZ}_{it} = \hat{b}_o + \hat{b}_1 ER_{it} + \hat{b}_2 UM_{it} + \hat{b}_3 K_{it} + \hat{b}_4 ERK_{it} + \hat{b}_5 UMK_{it}$$

Der Ansatz zur Bestimmung der GLS-Schätzer lautet :

$$\text{A-XII-1'}: VBEZ_{it}/G_{it} = b_o/G_{it} + b_1 ER_{it}/G_{it} + b_2 UM_{it}/G_{it} + b_3 K_{it}/G_{it} + b_4 ERK_{it}/G_{it} + b_5 UMK_{it}/G_{it} + u_{it}/G_{it}$$

Symbole wie in A-XII-1 und :

G_{it} = UM··0.25 - Gewichtungsfaktor zur Korrektur der Heteroskedastie

Dieser Ansatz hat das allgemeine Ergebnis :

$$\text{E-XII-1'} : \tilde{VBEZ}_{it} = \tilde{b}_o + \tilde{b}_1 ER_{it} + \tilde{b}_2 UM_{it} + \tilde{b}_3 K_{it} + \tilde{b}_4 ERK_{it} + \tilde{b}_5 UMK_{it}$$

Erklärungsbedürftig sind in den vorgelegten Ansätzen die Variablen ERK und UMK. Durch ihre Einführung können wir die Hypothese H-XII-1 testen, weil mit ihnen innerhalb der beiden Unternehmenskontrollgruppen verschiedene Bindungen zwischen der abhängigen Variablen und dem Umsatz bzw. der Eigenkapitalrendite errechnet werden. Für ein managerkontrolliertes Unternehmen ergibt sich nämlich (K_{it} =0):

$$\hat{VBEZ}_{it} = \hat{b}_o + \hat{b}_1 ER_{it} + \hat{b}_2 UM_{it};$$

während sich für ein eigentümerkontrolliertes Unternehmen (K_{it} = 1) ergibt :

$$\hat{VBEZ}_{it} = (\hat{b}_o + \hat{b}_3) + (\hat{b}_1 + \hat{b}_4)\ ER_{it} + (\hat{b}_2 + \hat{b}_5)\ UM_{it}.$$

$\hat{b}_4$ und $\hat{b}_5$ sind also Differenzen der Anstiege im linearen Zusammenhang von VBEZ und ER bzw. VBEZ und UM zwischen den beiden Unternehmenskontrolltypen. Und ihr Test gegen Null gibt an, ob eben signifikante Unterschiede in der Entlohnungsstruktur zwischen den Unternehmenskontrolltypen vorliegen. Das gleiche gilt - wie schon bisher - für die absoluten Glieder $\hat{b}_o$ und $\hat{b}_3$. Hypothese H-XII-1 behauptet nun, daß $\hat{b}_4$ positiv und signifikant ist, während $\hat{b}_5$ negativ und signifikant ist.

Tabelle XII-3 : Vorstandsbezüge und Unternehmenskontrolle

	$\hat{b}_i$	StdF	α	$\tilde{b}_i$	StdF	α
b_o	+127.42401			+97.75056		
b_1	+8.36155	(1.37595)	++++	+8.79251	(1.33725)	++++
b_2	+0.00008	(0.00000)	++++	+0.00009	(0.00001)	++++
b_3	-18.33570	(24.82037)		-13.05554	(24.51556)	
b_4	-7.06857	(1.50441)	++++	-7.74834	(1.38757)	++++
b_5	+0.00010	(0.00002)	++++	+0.00020	(0.00003)	++++
	R= 0.8415; OLS-Schätzungen			R= 0.9183; GLS-Schätzungen		
N = 351						

Die Ergebnisse der beiden Ansätze A-XII-1 und A-XII-1' sind in Tabelle XII-3 dargestellt. Sie sind konträr zu den Erwartungen. In managerkontrollierten Unternehmen liegt eine relativ stärkere Bindung der Vorstandsbezüge an die Eigenkapitalrendite und eine relativ schwächere Bindung an den Umsatz vor als in eigentümerkontrollierten Unternehmen. Bei managerkontrollierten Unternehmen erhalten wir für die beiden Anstiege: 8,79251 · ER und 0,00009· UM, bei den eigentümerkontrollierten Unternehmen: 1,04417· ER und 0,00029 UM; d.h., daß in managerkontrollierten Unternehmen die Bindung der Vorstandsbezüge an die Eingekapitalrendite 8 mal stärker und an den Umsatz 1/3 mal schwächer ist als in eigentümerkontrollierten Unternehmen.

XIII Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse

1. Einzelergebnisse

Aufgrund unserer empirischen Untersuchung der börslich notierten Aktiengesellschaften des verarbeitenden Gewerbes in der Bundesrepublik Deutschland können wir folgende Einzelergebnisse vorlegen:

(1) Von ihrer Anzahl her gesehen spielen managerkontrollierte Unternehmen in Deutschland nicht die überragende Rolle wie in den USA. Während dort unter den größten Unternehmen 40 - 70 % (je nachdem, ob man den Ergebnissen von Burch (1972) oder Larner (1966) folgt) als managerkontrolliert in der vergleichbaren Zeit bezeichnet werden können, sind es in Deutschland unter den 100 größten Unternehmen, die eine vergleichbare Größe mit den amerikanischen Unternehmen haben, maximal 21 %, wenn man bereits bei 50 % des Aktienkapitals in Streubesitz die Grenze für Managerkontrolle zieht. Nach unseren Richtlinien (75 % u.m. in Streubesitz) die eher den amerikanischen Richtlinien entsprechen, sind es sogar nur 9 %. Zwischen 6 und 9 % schwankt ebenfalls der Anteil managerkontrollierter Unternehmen an jenen börslich notierten Aktiengesellschaften, für die in dieser Studie die Kapitalbesitzverhältnisse identifiziert werden können.

Dieses Ergebnis erscheint unzweifelhaft, auch wenn man die Probleme der Erhebung der Kapitalbesitzverhältnisse in dieser Studie berücksichtigt; denn in anderen Rechtsformen der Unternehmen als der Aktiengesellschaft sind natürlich keine managerkontrollierte Unternehmen zu erwarten. Somit würde die Bedeutung der managerkontrollierten Unternehmen von der Anzahl her weiter sinken bei Einbeziehung weiterer Rechtsformen.
Von der wirtschaftlichen Bedeutung her gesehen, spielen die managerkontrollierten Unternehmen dagegen eine größere Rolle. So vereinigen z.B. die o.g. 21 "Streugesellschaften"

1972 33 % des Umsatzes der 100 größten Unternehmen der Bundesrepublik auf sich.
Aber auch eigentümerkontrollierte Unternehmen - wie sie in dieser Studie gemessen werden - bilden nicht die größte Gruppe (von der Anzahl her) unter den börslich notierten Aktiengesellschaften mit bekannten Kapitalbesitzverhältnissen. Ihr Anteil bewegt sich zwischen 20 und 33 %. Den größten Anteil stellen solche Unternehmen, deren unmittelbarer Besitz wieder bei Unternehmen liegt oder bei denen verschiedene Anteilseignertypen bedeutende Pakete halten.
Obwohl 10 Jahre nur ein kleiner Zeitraum sind, um Tendenzen in der Ausbreitung von Unternehmenskontrolltypen zu erkennen, so scheint sich dennoch anzudeuten, daß gerade die letztgenannte Gruppe sich zu Lasten der beiden erstgenannten - Unternehmen in unmittelbaren Besitz von natürlichen Personen : gestreut oder konzentriert - ausbreitet. Im Vergleich zu den USA zeigt sich also auch hier kein gleichartiges Bild, denn dort ist eine Ausbreitung managerkontrollierter Unternehmen vorzufinden.
Eine offene Frage ist jedoch, wie die große Gruppe der Unternehmen, die weder den eigentümerkontrollierten noch den managerkontrollierten zugeordnet werden können, zu beurteilen ist. Hier gibt es solche Unternehmen, die im konzentrierten Besitz managerkontrollierter Unternehmen stehen, wie solche, die im konzentrierten Besitz eigentümerkontrollierter Unternehmen stehen, wie solche, die Unternehmen anderer Rechtsformen, Stiftungen, Banken, Gewerkschaften oder der öffentlichen Hand gehören und Mischformen. Gleichen diese Unternehmen eher managerkontrollierten Unternehmen, weil die Besitzer von den täglichen Geschäften entfernt sind, oder eher eigentümerkontrollierten, weil sie von den Besitzern über klare Rentabilitätsvorgaben eng kontrolliert werden; oder zeigen sie gerade das Verhalten, das ihr Eigentümer ebenfalls aufweist; und

welches Verhalten zeigen sie, wenn mehrere starke "Eigentümerunternehmen" auftreten? Es würde sich lohnen diesen Fragen nachzugehen.

(2) Die wichtigste Hypothese zum unterschiedlichen Verhalten von manager- und eigentümerkontrollierten Unternehmen, die in dieser Studie getestet wird, ist die Renditehypothese. Hier zeigt sich für die Eigenkapitalrendite durchgängig in allen Tests (GLS-Schätzungen), daß - entgegen der Erwartung der Hypothese - managerkontrollierte Unternehmen eine höhere Eigenkapitalrendite aufweisen als eigentümerkontrollierte Unternehmen. Dieses Ergebnis steht im Gegensatz nahezu aller empirischer Studien, die bisher für die USA oder Großbritannien vorgelegt wurden. Lediglich Ware (1975) kommt für die Nahrungsmittel- und Getränkeindustrie der USA zum gleichen Ergebnis. Von den übrigen Studien finden einige das Gegenteil, aber die Mehrheit keinen Unterschied in der ausgewiesenen Eigenkapitalrendite und dem Unternehmenskontrolltyp.[1)]
Ware (1975,S.89) versucht sein Ergebnis dadurch zu erklären, daß er glaubt, daß die managerielle Theorie wohl eher eine Theorie der großen Unternehmung ist, deren Verhalten vorwiegend von ihrer Größe bestimmt wird, als eine Theorie der Trennung des Eigentums von der Kontrolle. Diese Überlegung liefert möglicherweise auch in dieser Untersuchung eine Erklärung für die Ergebnisse zur Eigenkapitalrendite. Denn hier sind die managerkontrollierten Unternehmen im Durchschnitt wesentlich größer als die eigentümerkontrollierten Unternehmen. Vielleicht haben wir also lediglich beobachtet, daß große Unternehmen aufgrund ihrer Vorteile in der Produktion, im Markt und in der Finanzierung profitabler sind. Dem steht zunächst ent-

---

1) Vgl. Übersicht II-3.

gegen, daß die Unternehmensgröße im multiplen Testansatz keinen eigenständigen Beitrag zur Differenzierung der Unternehmen nach der Eigenkapitalrendite beiträgt. Dies könnte jedoch auf die Kollinearität zwischen der Unternehmenskontrolle und der Unternehmensgröße zurückzuführen sein. Das Problem ist eben in unserer Stichprobe, daß wir diese Effekte nicht trennen können, eben weil sie gemeinsam auftreten. Damit können wir auch nicht die Frage beantworten, ob die Gruppe der managerkontrollierten Unternehmen eine höhere Eigenkapitalrendite aufweisen, weil sie größer sind oder weil sie managerkontrolliert sind. Für die Alternative: sie sind profitabler, weil sie managerkontrolliert sind, spricht natürlich von der Theorie her nichts. Andererseits kann man sich gute Gründe dafür ausdenken, warum eigentümerkontrollierte Unternehmen eine niedrigere Eigenkapitalrendite ausweisen: so z.B. weil starke Eigentümer einen direkteren Weg zur Beteiligung am Gewinn haben können, indem sie sich über Beraterverträge oder sonstige vertragliche Regelungen am Gewinn vor Steuer beteiligen können; damit haben sie auch ein Interesse zur Steuerminderung. (Klein-) Aktionäre können sich jedoch (vorwiegend) nur durch den ausgewiesenen Gewinn (über Dividende und bei einbehaltenen Gewinnen über Wertsteigerungen) am Erfolg des Unternehmens beteiligen. M.a.W. hier wird das Argument der verdeckten Gewinnausschüttung (Williamson, 1964) gerade für die entgegengesetzte Unternehmenskontrollgruppe als mögliche Erklärung für die Befunde dieser Studie herangezogen.

(3) Für die Marktrendite dagegen finden wir keine Unterschiede zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen. Dieses Ergebnis steht zwar im Gegensatz zur Hypothese und den Ergebnissen von McEachern (1975), aber im Einklang mit den Befunden von Kania u. McKean (1976). Darüberhinaus zeigt dieses Ergebnis ein konsistentes

Bild im Zusammenhang mit der Bewertungsrate; für sie finden wir eine höhere Rate für die managerkontrollierten Unternehmen als für die eigentümerkontrollierten (ebenfalls im Gegensatz zur Hypothese). Die Unterschiede in der ausgewiesenen Eigenkapitalrendite der Unternehmen werden also durch die Bewertung der Aktien durch die Aktionäre ausgeglichen. Ein Indiz für einen effizienten Börsenmarkt in der Bundesrepublik Deutschland.

(4) Die Befunde zur Wachstumsrate in den einfachen Modellen stützen zunächst die managerielle Hypothese, daß managerkontrollierte Unternehmen stärker wachsen als eigentümerkontrollierte. Schichten wir jedoch die Stichprobe nach dem Kontext (in hoch- und niedrigkonzentrierte Industrien), so zeigt sich, daß der erstgefundene Zusammenhang nicht aufrechterhalten bleibt: zwischen managerkontrollierten und eigentümerkontrollierten Unternehmen besteht keine Differenz im Unternehmenswachstum unter gleichem Kontext. Daher müssen wir die zuerst gefundenen Unterschiede im Wachstum auf den Unternehmenskontext zurückführen: in den hochkonzentrierten Industrien, in denen relativ mehr managerkontrollierte Unternehmen in unserer Stichprobe enthalten sind, besteht während des Untersuchungszeitraums ein höheres Wachstum. Eine solche Differenzierung nach dem Kontext im Hinblick auf die Eigenkapitalrendite ist in unserer Stichprobe nicht enthalten.

(5) Betrachten wir uns die Ergebnisse zur Risikohypothese, so finden wir auch hier die managerielle Hypothese nicht bestätigt. So finden wir keinen Unterschied im Unternehmensrisiko (Eigenkapitalrenditevarianz, auch trendbereinigt) zwischen den beiden Unternehmenskontrollgruppen. Dagegen zeigt sich hier im multiplen Ansatz erwartungsgemäß die Unternehmensgröße signifikant: große Unternehmen haben niedrigere Schwankungen der Eigenkapitalrendite. Jedoch ist hier - analog zum Fall der Eigenkapitalrendite - einzu-

wenden, daß möglicherweise nun die Unternehmenskontrolle aufgrund ihrer Kollinearität mit der Unternehmensgröße in dieser Stichprobe nicht signifikant wird. Jedoch bleibt die Unternehmenskontrolle auch im einfachen Testansatz insignifikant. Dies mag man auf die niedrige Beobachtungszahl bei der Überprüfung der Risikohypothese zurückführen und weiter die managerielle Hypothese aufrecht erhalten, die besagt, daß managerkontrollierte Unternehmen aufgrund der höheren Risikoaversion entweder geringeres Unternehmensrisiko eingehen oder über bilanzielle Maßnahmen geringere Schwankungen der Eigenkapitalrendite ausweisen (wie z.B. Smith (1976) zeigen kann). Dennoch, wir glauben, daß wir mit unseren Ergebnissen die managerielle Risikohypothese nicht stützen können, sondern lediglich die Erwartung, daß große Unternehmen niedrigere Renditeschwankungen aufweisen, weil sie durch das Eingehen vieler Einzelrisiken das Gesamtrisiko dämpfen können.
Ebenso finden wir auch keinen Unterschied im Anlagerisiko der Unternehmen in Bezug auf die beiden Unternehmenskontrolltpyen. Ebenso wie wir auch im Hinblick auf die Marktrendite keine Unterschiede gefunden haben. Dagegen zeigt sich hier ein weiteres konsistentes Ergebnis im Hinblick auf die allgemeine Hypothese, daß riskantere Geschäfte mit höheren Renditen belohnt werden sollten: Unternehmen mit höherem Anlagerisiko haben eine höhere Marktrendite. Dies ist ein weiteres Indiz dafür, daß der Börsenmarkt in der Bundesrepublik Deutschland effizient ist.

(6) Am Ende dieser Erörterungen stehen die Befunde über die Einflußgröße des Managereinkommens. Allgemein können wir zunächst die Ergebnisse von Smyth u.a. (1975) und Meeks u. Whittington (1975) bestätigen, nämlich daß auch in unserer Studie Unternehmensgröße (Umsatz) und Eigenkapitalrendite bedeutende Einflußgrößen für die Höhe der Managereinkommen sind. Wenn wir jedoch die managerielle Hypothese überprüfen, daß in managerkontrollierten Unter-

nehmen die Managereinkommen eher an die Unternehmensgröße gebunden sind, während sie in eigentümerkontrollierten Unternehmen eher an die Eigenkapitalrendite gebunden sind, so finden wir gerade das Gegenteil. In unserer Stichprobe sind in managerkontrollierten Unternehmen die Managereinkommen relativ stärker an die Eigenkapitalrendite gebunden, während sie in eigentümerkontrollierten Unternehmen relativ stärker an die Unternehmensgröße (Umsatz) gebunden sind. Dennoch sind beide Einflußgrößen in beiden Unternehmenskontrollgruppen relevant.

2. Fazit

Sehen wir nun die Einzelergebnisse im Zusammenhang, so können wir für die börslich notierten Aktiengesellschaften der Bundesrepublik Deutschland schließen:
- Von der Verbreitung her spielen managerkontrollierte Unternehmen keine überragende Rolle.
- Die Verhaltensrelevanz managerieller Thesen läßt sich nicht bestätigen.

Dagegen finden wir einige konsistente Ergebnisse:
- Unternehmen mit einer höheren ausgewiesenen Eigenkapitalrendite werden von den Aktionären höher bewertet.
- Der Börsenmarkt gewährt eine Risikoprämie: Unternehmen mit höherem Anlagerisiko zeigen eine höhere Marktrendite.

Im Hinblick auf die Nicht-Bestätigung managerieller Thesen steht diese Studie im Einklang mit der überwiegenden Anzahl der bisherigen empirischen Studien zu diesem Problemfeld. Vor allem die Studie Palmer's (1973a) hat jedoch zur Vermutung angeregt, daß die Trennung des Eigentums von der Kontrolle nur dann zu unterschiedlichem Verhalten der Unternehmen führt, wenn diese erhebliche Monopolmacht besitzen. Wenn auch die Ergebnisse von Qualls (1976) hierzu viele Zweifel aufwerfen, so ist es in dieser Untersuchung aufgrund mangelnder Daten zu den Markteintrittsschranken nicht gelungen das Konzept Palmer's (1973a) für die Bundesrepublik Deutschland genau nachzuvollziehen.

Dennoch ist nicht zu sehen, wie unter den gegebenen Bedingungen in der Bundesrepublik Deutschland, die Vermutungen Palmer's (1973a) sich bestätigen sollten. Denn es sind hier die größeren Unternehmen, die managerkontrolliert sind; von ihnen kann man annehmen, daß sie eine gewisse ökonomische Macht haben. Nach Palmer (1973a) sollten sie jedoch dieses ökonomische Potential nicht durch eine höhere (ausgewiesene) Eigenkapitalrendite zeigen, sondern lediglich

eine durchschnittliche Rendite aufweisen. Dies entspricht jedoch nicht unserem Befund.
Worin kann nun die Erklärung liegen, daß in unserer Stichprobe die managerkontrollierten Unternehmen eine höhere Eigenkapitalrendite aufweisen? Dazu haben wir bereits zwei Thesen angeboten: zum einen ihre Größe und zum anderen die Möglichkeit der verdeckten Gewinnausschüttung bei eigentümerkontrollierten Unternehmen. Abschließend genannt seien noch zwei weitere :

(1) Es ist möglich, daß wir mit der Variablen Unternehmenskontrolle Unternehmen getrennt haben, die in verschiedenen Phasen ihres Lebenszyklus stehen (Mueller, 1972), d.h. daß die managerkontrollierten Unternehmen, die ohnehin schon ihre "Größe" erreicht haben, jetzt die Rentabilität betonen; während die eigentümerkontrollierten Unternehmen, die noch "klein" sind, das Wachstum betonen. Dies würde auch die unterschiedliche relative Bedeutung von Größe und Rentabilität als Bestimmungsgrößen des Managereinkommens erklären. Solche Verhaltensweisen (für beide Unternehmenskontrollgruppen) würden allerdings im Einklang mit der klassischen Theorie (der Hypothese der Gewinnmaximierung) stehen (Wong, 1975).
(2) Desweiteren ist nicht auszuschließen, daß die heutige interne Organisationsstruktur großer Unternehmen, so die Geschäftsbereichsstruktur, die nicht in dieser Studie berücksichtigt wird, ein Gegengewicht gegen "managerielle" Tendenzen bildet (Williamson, 1971). Die Steuerung von Großunternehmen in Geschäftsbereichsorganisation über Profitcenter (Poensgen, 1973) mag dazu führen, daß auch die großen managerіellen Unternehmen ihre Vorteile nutzen[1)] und ausweisen.

Welche Erklärung sich auch als zutreffend erweist, nach den Befunden in unserer Untersuchung können wir weiter die klassische Theorie aufrechterhalten.

---

1) Vgl. Poensgen (1972, 1974).

Abkürzungsverzeichnis der verwendeten Zeitschriften

AER	American Economic Review
AMJ	Academy of Management Journal
AR	Accounting Review
BFUP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BJ	Bell Journal of Economics and Management Science
EB	European Business
Econ	Economica
EI	Economic Inquiry
EJ	Economic Journal
HBR	Harvard Business Review
IMM	Industrial Marketing Management
JASA	Journal of the American Statistical Association
JFQA	Journal of Financial and Quantitative Analysis
JIE	Journal of Industrial Economics
JLE	Journal of Law and Economics
JOF	Journal of Finance
JPE	Journal of Political Economy
JPP	Journal of Personnel Psychology
MIR	Management International Review
NB	Neue Betriebswirtschaft
ORDO	Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft
QJE	Quarterly Journal of Economics
QREB	Quarterly Review of Economics and Business
RES	Review of Economics and Statistics
RESt	Review of Economic Studies
RISEC	Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali
SEJ	Southern Economic Journal
WEJ	Western Economic Journal
ZfB	Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	Zeitschrift für betriebswissenschaftliche Forschung
ZfhF	Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung
ZO	Zeitschrift für Organisation

LITERATURVERZEICHNIS

(Albach, 1966)
Albach, Horst. Die Organisation des Entscheidungsprozesses nach dem Aktiengesetz 1965. In: NB, 1966, März, S.30-35.

(Albach, 1976)
Albach, Horst. Welche Aussagen lassen Führungsgrundsätze von Unternehmen über die Auswirkungen gesellschaftlicher Veränderungen auf die Willensbildung im Unternehmen zu? In: Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung im Unternehmen. Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Band 88, Berlin: Duncker und Humblot 1976, S.739-764.

(Albach u. Sadowski, 1976)
Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung im Unternehmen. Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Band 88, Berlin: Duncker und Humblot 1976, hrsg. von Horst Albach und Dieter Sadowski.

(Alessi, 1973)
Alessi, Louis de. Private Property and Dispersion of Ownership in Large Corporations. In: JOF, 1973, Sept., S.839-851.

(Alof, 1963)
Alof, Werner. Der Kleinaktionär. Köln: Diss. 1963.

(Altman u.a., 1974)
Altman, Edward I.;Jacquillat, Bertrand; Levasseur, Michel. Comparative Analysis of Risk Measures: France and the United States. In: JOF, 1974, S.1495-1511.

(Bain, 1951)
Bain, Joe S. Relation of Profit Rate to Industry Concentration: American Manufacturing 1936-40. In: QJE, 1951, Aug., S.293-324.

(Bain, 1956)
Bain, Joe S. Barriers to New Competition. Cambridge: Harvard Univ. Press 1956.

(Baker, 1969)
Baker, Samuel H. Executive Incomes, Profits and Revenues: A Comment on Functional Specification. In: SEJ, 1968/69, April 1969, S.379-383.

(Baumol, 1967)
Baumol, William J. Business Behavior, Value and Growth. Rev. Ed., New York: Harcourt, Brace & World 1967.

(Beard, 1938)
Beard, Miriam. A History of the Business Man. New York: Macmillan Company 1938; zitiert nach McEachern (1975).

(Beaver, u.a., 1970)
Beaver, William; Kettler, Paul; Scholes, Myron. The Association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measures. In: AR, 1970, Oct., S.654-682.

(Berle, 1965)
Berle, Adolf A. The Impact of the Corporation on Classical Economy Theory. In: QJE, 1965, Febr., S.24-40.

(Berle u. Means, 1932)
Berle, Adolf A.; Means, Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property. New York: The Macmillan Company 1932.

(Berthel, 1973)
Berthel, Jürgen. Zielorientierte Unternehmungssteuerung. Die Formulierung operationaler Zielsysteme. Stuttgart: Poeschel 1973.

(Bidlingmaier, 1964)
Bidlingmaier, Johannes. Unternehmerziele und Unternehmerstrategien. Wiesbaden: Gabler 1964.

(Bidlingmaier, 1967)
Bidlingmaier, Johannes. Zur Zielbildung in Unternehmungsorganisationen. In: ZfbF, 1967, S.246-256.

(Biedenkopf, 1972)
Biedenkopf, Kurt H. Mitbestimmung. Beiträge zur ordnungspolitischen Diskussion. Köln: J.P. Bachem 1972.

(Bilkey, 1973)
Bilkey, Warren J. Empirical Evidence Regarding Business Goals. In: Multiple Criteria Decision Making. Hrsg. v. James L. Cochrane und Milan Zeleny; Columbia, S.C., University of South Carolina Press 1973, S.613-634.

(Biomedical Computer Programs, 1973)
BMD - Biomedical Computer Programs. Hrsg. v. J. Dixon. Berkeley: Univ. of California Press 1973.

(Blume, 1976)
Blume, Marshall E. Changes in the Structure of Share-Holders and Their Impact on Decision Making Within the Firm. In: Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung im Unternehmen. Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Band 88, Berlin: Duncker und Humblot 1976, S.423-434.

(Böhm u. Briefs, 1971)
Mitbestimmung - Ordnungselement oder politischer Kompromiß. Hrsg. von F. Böhm und G. Briefs. Stuttgart: Seewald 1971.

(Boston Consulting Group, 1967)
Boston Consulting Group. Cost, Price, Volume, Margin and Market Share. Working Outline. Boston 1967.

(Boudreaux, 1973)
Boudreaux, Kenneth J. 'Managerialism' and Risk-Return Performance. In: SEJ, 1972/73, Jan 1973, S.366-372.

(Boudreaux, 1974)
Boudreaux, Kenneth J. 'Managerialism' and Risk-Return Performance: Reply. In: SEJ, 1973/74, Jan.1974, S.507-508.

(Boudreaux, 1975)
Boudreaux, Kenneth J. The Profit Variability Effects of the Managerial Enterprise: Comment. In: EI, 1975, March, S.124-126.

(Bower, 1974)
Bower, Richard S. 'Managerialism' and Risk-Return Performance: Comment. In: SEJ, 1973/74, Jan. 1974, S.505-506.

(Brinkmann-Herz, 1972)
Brinkmann-Herz, Dorothea, Entscheidungsprozesse in den Aufsichtsräten der Montanindustrie. Eine empirische Untersuchung über die Eignung des Aufsichtsrates als Instrument der Arbeitnehmermitbestimmung. Berlin: Duncker & Humblot 1972.

(Brinkmann-Herz, 1975)
Brinkmann-Herz, Dorothea. Die Unternehmensmitbestimmung in der BRD. Köln: Kiepenheuer u. Witsch 1975.

(Burch,1972)
Burch, Philip H., Jr. The Managerial Revolution Reassessed. Family Control in America's Large Corporations. Lexington, Mass.: Heath & Comapany 1972.

(Buzzell u.a., 1975)
Buzzell, Robert D.; Gale, Bradley T.; Sultan, Ralph G.M. Market Share - A Key to Profitability. In: HBR, 1975, Jan.-Feb., S.97-106.

(Cassier, 1962)
Cassier, Siegfried Christoph. Wer bestimmt die Geschäftspolitik in Großunternehmen? Das Verhältnis zwischen Kapitaleigentum und Entscheidungsgewalt. Frankfurt a.M.: Knapp 1962.

(Chevalier, 1972)
Chevalier, Michel. The Strategy Spectre Behind Your Market Share. In: EB, Summer, S.63-72.

(Child, 1973)
Child, John. Managerial and Organisational Factors Associated with Company Performance. Working Paper No.4, October 1973, The University of Aston Management Centre. Maple House. 158 Corporation Street, Birmingham, B4 6TE.

(Ciscel, 1974)
Ciscel, David H. Determinants of Executive Compensation. In: SEJ, 1973/74, April 1974, S.613-617.

(Comanor u. Leibenstein, 1969)
Comanor, William S.; Leibenstein, Harvey. Allocative Efficiency, X-Efficiency and the Measurement of Welfare Losses. In: Econ , 1969, Aug., S.304-309.

(Crew u. Rowley, 1971)
Crew, M.A.; Rowley, C.K. On Allocative Efficiency, X-Efficiency and the Measurement of Welfare Loss. In: Econ , 1971, May, S.199-203.

(Crew u.a., 1971)
Crew, M.A.; Jones-Lee, M.W.; Rowley, C.K. X-Theory Versus Management Discretion Theory. In: SEJ, 1971/72, Oct. 1971, S.173-184.

(Czeranowsky u. Strutz, 1970)
Czeranowsky, G.; Strutz, H. Ergebnisse einer empirischen Untersuchung über Unternehmerziele. In: Schriften zur Unternehmensführung, Band 11 Wiesbaden: Gabler 1970, S.121-124.

(Dent, 1959)
Dent, J.K. Organizational Correlates of the Goals of Business Management. In: JPP, 1959, S.1-22.

(Duchesneau, 1974)
Duchesneau, Thomas D. Barriers to Entry and the Stability of Market Structures: A Note. In: JIE, 1974, June, S.315-320.

(Ehreiser, 1973)
Ehreiser, Hans-Jörg. Macht oder Ohnmacht des Kleinaktionärs. Eine betriebswirtschaftliche Analyse der aktienrechtlichen Schutznormen bei faktischen Konzernen. Frankfurt a.M.: Verlag Harri Deutsch 1973.

(Elliott, 1972)
Elliott, J.W. Control, Size, Growth, and Financial Performance in the Firm. In: JFQA, 1972, Jan., S.1309-1320.

(England, 1967)
England, George W. Organizational Goals and Expected Behavior of American Managers. In: AMJ, 1967, June, S.107-117.

(Fellner, 1949)
Fellner, William. Competition Among the Few. New York: Knopf 1949 , zitiert nach Scherer (1970).

(Franke, 1971)
Franke, Günter. Verschuldungs- und Ausschüttungspolitik im Licht der Portefeuille-Theorie. Annales Universitatis Saraviensis, Rechts- u. Wirtschaftsw. Abteilung, Bd.58. Köln: Carl Heymanns Verlag 1971.

(FTC, 1967)
U.S. Federal Trade Commission. Comparable Concentration Ratios for 213 Manufacturing Industries. Washington, D.C., 1967; zitiert nach Palmer (1973a)

(Gäfgen, 1968)
Gäfgen, Gérard. Theorie der wirtschaftlichen Entscheidung. Untersuchungen zur Logik und ökonomischen Bedeutung des rationalen Handelns. 2. Aufl. Tübingen: Mohr 1968.

(Galbraith, 1968)
Galbraith, John Kenneth. Die moderne Industriegesellschaft. München: Droemer Knaur 1968.

(Gale, 1972)
Gale, Bradley T. Market Share and Rate of Returns. In: RES, 1972, Nov., S.412-423.

(Gaugler, 1971)
Gaugler, Eduard. Betriebswirtschaftliche Komponenten des Mitbestimmungsgutachtens. In: Mitbestimmung - Ordnungselement oder politischer Kompromiß, hrsg. von F. Böhm und G. Briefs. Stuttgart: Seewald 1971, S.109-130.

(Goldfeld u. Quandt, 1965)
Goldfeld, Stephen M.; Quandt, Richard E. Some Tests for Homoscedasticity. In: JASA, 1965, June, S.539-547.

(Gordon, 1945)
Gordon, Robert Aaron. Business Leadership in the Large Corporation. Washington, D.C.: Brookings Inst. 1945.

(Gort u. Singamsetti, 1976)
Gort, Michael; Singamsetti, Rao. Concentration and Profit Rates: New Evidence on an Old Issue. In: Explorations in Economic Research, Occasional Papers of the National Bureau of Economic Research 1976, No.1, S.1-20.

(Großfeld, 1968)
Großfeld, Bernhard. Aktiengesellschaft, Unternehmenskonzentration und Kleinaktionär. Tübingen: Mohr 1968.

(Gümbel, 1964)
Gümbel, Rudolf. Die Bedeutung der Gewinnmaximierung als betriebswirtschaftliche Zielsetzung. In: BFUP, 1964, Heft 2, S.71-81.

(Gutenberg, 1959)
Gutenberg, Erich. Untersuchungen über die Investitionsentscheidungen industrieller Unternehmen. Köln u. Opladen: Westdeutscher Verlag 1959.

(Gutenberg, 1970)
Gutenberg, Erich. Funktionswandel des Aufsichtsrats. In: ZfB, Ergänzungsheft, Dez. 1970, S.1-10.

(Gutowski, 1970)
Gutowski, Armin. Wettbewerb in Theorie und Praxis. Die Bedeutung des potentiellen Wettbewerbs und ihre Konsequenzen für die Wettbewerbspolitik, insbesondere die Fusionskontrolle. In: Die Aussprache, 20. Jg. (1970), S.110-117.

(Haberland-Seiler, 1976)
Mitbestimmungsgesetz. Leverkusen: Heggen-Verlag 1976.

(Hall u. Weiss, 1967)
Hall, Marshall; Weiss, Leonard. Firm Size and Profitability. In: RES, 1967, Aug., S.319-331.

(Hansemann, 1837)
Hansemann. Die Eisenbahnen und deren Aktionäre in ihrem Verhältnis zum Staat. Leipzig-Halle 1837, zitiert nach Großfeld (1968).

(Hartmann u.a., 1973)
Hartmann, Heinz; Bock-Rosenthal, Erika; Helmer, Elvira. Leitende Angestellte: Selbstverständnis und kollektive Forderungen. Ergebnisse einer empirischen Untersuchung. Neuwied: Luchterhand 1973.

(Hauschildt, 1970)
Hauschildt, Jürgen. Zur Artikulation von Unternehmenszielen. In: ZfbF, 1970, S.545-559.

(Hauschildt, 1971)
Hauschildt, Jürgen. Entwicklungslinien der Bilanzanalyse. In: ZfbF 1971, S.335-351.

(Hauschildt, 1975)
Hauschildt, Jürgen. Stabilität in der Zielkonzeption der Unternehmung ? In: Stabilisierungspolitik in der Marktwirtschaft. Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. (Band 85/1). Berlin: Duncker u. Humblot 1975, S.277-297.

(Hauschildt, 1976)
Hauschildt, Jürgen. Bilanzanalyse, Bilanzkritik und Bilanzpolitik. Arbeitshefte des Lehrstuhls für Bankbetriebslehre, Saarbrücken 1976.

(Hauschildt, 1977)
Hauschildt, Jürgen. Entscheidungsziele. Zielbildung in innovativen Entscheidungsprozessen: theoretische Ansätze und empirische Prüfung. Tübingen: Mohr 1977.

(Hax, 1969)
Hax, Karl. Personalpolitik und Mitbestimmung. Köln: Westdeutscher Verlag 1969.

(Heinen, 1970)
Heinen, Edmund. Zielanalyse als Grundlage rationaler Unternehmungspolitik. In: Schriften zur Unternehmensführung, Band 11, Wiesbaden: Gabler 1970, S.7-26.

(Heinen, 1971)
Heinen, Edmund. Grundlagen betriebswirtschaftlicher Entscheidungen. Das Zielsystem der Unternehmung. 2. Aufl. Wiesbaden: Gabler 1971.

(Heintzeler, 1968)
Heintzeler, Wolfgang. Volkskapitalismus: Die freiheitliche Wirtschaftsordnung der Zukunft. Düsseldorf-Wien: Econ-Verlag 1968.

(Hensche, 1976)
Hensche, Detlef. Die Bedeutung von Mitbestimmung und Selbstbestimmung am Arbeitsplatz für die Willensbildung im Unternehmen. In: Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung im Unternehmen. Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Band 88, Berlin: Duncker u. Humblot 1976, S.441-464.

(Hiltner, 1972)
Hiltner, Manfred. Managementkontrolle in Publikumsaktiengesellschaften. Meisenheim a.Gl.: Hain 1972.

(Hindley, 1969)
Hindley, Brian. Capitalism and the Corporation. In: Econ., 1969, Nov.,S.426-438.

(Hindley, 1970)
Hindley, Brian. Separation of Ownership and Control in the Modern Corporation. In: JLE, 1970, April, S.185-221.

(Hofmann, 1973)
Hofmann, Rolf. Bilanzkennzahlen. Industrielle Bilanzanalyse und Bilanzkritik. 3. Aufl.: Westdeutscher Verlag 1973.

(Holl, 1975)
Holl, Peter. Effect of Control Type on the Performance of the Firm in the U.K. In: JIE, 1975, June, S.257-271.

(Immenga, 1971)
Immenga, Ulrich. Aktiengesellschaft, Aktionärsinteressen und institutionelle Anleger. Tübingen: Mohr 1971.

(Johnsen, 1968)
Johnsen , Erik. Studies in Multiobjective Decision Models. Lund, Sweeden Berlingska Bohtryckeriet 1968. zitiert nach Bilkey (1973).

(Johnston, 1972)
Johnston, J. Econometric Methods. 2nd Edition, Tokyo: McGraw-Hill 1972.

(Jorgensen, 1972)
Jorgensen, Leon P. Separation of Ownership and Control and Its Influence on the Profit Performance of the Large Firm. Florida State University: Ph.D. diss. 1972, zitiert nach McEachern (1975).

(Kamerschen, 1968)
Kamerschen, David R. The Influence of Ownership and Control on Profit Rates. In: AER, 1968, June, S.432-447.

(Kamerschen u. Paul, 1971)
Kamerschen, David R.; Paul, Robert J. A Second Look at Ownership and Management in Large U.S. Firms. In: MIR, 1971, Nr.2/3, S.25-37.

(Kania u. McKean, 1976)
Kania, John J.; McKean, John R. Ownership, Control, and the Contemporary Corporation: A General Behavior Analysis. In: Kyklos, 1976, Fasc.2, S.272-291.

(Kaplan u.a., 1958)
Kaplan, A.D.H.; Dirlam, Joel B.; Lanzillotti, Robert F. Pricing in Big Business. A Case Approach. Washington, D.C.: The Brookings Institution 1958.

(Karst, 1972)
Karst, Philip J. The Effect of Performance of the Separation of Ownership from Control. Washington University: Ph.D. diss. 1972, zitiert nach McEachern (1975).

(Katona u. Morgan, 1952)
Katona, George; Morgan, James N. The Quantitative Study of Factors Determining Business Decisions. In: QJE, 1952, Feb., S.67-90.

(Kaufer, 1967)
Kaufer, Erich. Die Bestimmung von Marktmacht. Dargestellt am Problem des relevanten Marktes in der amerikanischen Antitrustpolitik. Bern: Haupt 1967.

(Kaufer, 1974)
Kaufer, Erich. Die Analyse der Marktstruktur. Arbeitspapier des Institutes für empirische Wirtschaftsforschung an der Universität des Saarlandes, August 1974.

(Kaufer, 1975a)
Kaufer, Erich. Der Einfluß des Strukturwandels auf die Verteilung der Betriebs- und Unternehmensgrößen in der Industrie. Diskussionsbeiträge/Fachbereich Wirtschaftswissenschaft. Saarbrücken: Universität des Saarlandes. September 1975.

(Kaufer, 1975 b)
Kaufer, Erich. Die Theorie der Unternehmung: Institutionelle und organisatorische Einflüsse auf das Verhalten einer industriellen Firma. Unveröffentl. Manuskript: Saarbrücken Dezember 1975.

(Kaysen, 1965)
Kaysen, Carl. Another View of Corporate Capitalism. In: QJE, 1965, Feb., S.41-51.

(Kirsch, G., 1969)
Kirsch, Guy. Manager - Herrscher ohne Auftrag? Die Legitimitätsgrundlagen der Managerherrschaft. Köln: Bachem 1969.

(Kirsch, 1969)
Kirsch, Werner. Die Unternehmungsziele in organisationstheoretischer Sicht. In: ZfbF, 1969, S.665-675.

(Kirsch u.a., 1975)
Kirsch, Werner u.a. Planung und Organisation in Unternehmen. Bericht aus einem empirischen Forschungsprojekt. München: Institut für Organisation. Ludwig-Maximilians-Universität 1975, Schellingstraße 5, 8000 München.

(Klug, 1962)
Klug, Oskar. Volkskapitalismus durch Eigentumsstreuung. Illusion oder Wirklichkeit? Stuttgart: Fischer 1962.

(Köhle u.a., 1973)
Köhle, D.; Schaich, E.; Schweitzer, W.; Wegner, F. Statistik für Volks- und Betriebswirte. Teil B. Bamberg: difo-druck Schmacht 1973.

(Krelle, 1968)
Krelle, Wilhelm. Präferenz- und Entscheidungstheorie, unter Mitarbeit von Dieter Coenen. Tübingen: Mohr 1968.

(Kruk, 1972)
Kruk, Max. Die großen Unternehmer. Woher sie kommen, wer sie sind, wie sie aufstiegen. Frankfurt a.M.: Societäts-Verlag 1972.

(Kuh, 1963)
Kuh, Edwin. Theory and Institutions in the Study of Investment Behavior. In: AER, Papers and Proceedings, 1963, S.260-268.

(Kurandt, 1972)
Kurandt, Dieter. Fusionen deutscher Aktiengesellschaften in den Jahren 1957-70 - Eine empirische Untersuchung über Gründe und Wirkungen. Saarbrücken: Dissertation 1972.

(Kutzenberger, 1964)
Kutzenberger, Gerhard. Mitbestimmung der Aktionäre. Ein wirtschaftswissenschaftlicher Beitrag zur Aktienrechtsreform. Berlin: Duncker u. Humblot 1964.

(Ladd, 1969)
Ladd, George W. Utility Maximization Sufficient for Competitive Survival. In: JPE, 1969, July/Aug., S.478-483.

(Larner, 1966)
Larner, Robert J. Ownership and Control in the 200 Largest Nonfinancial Corporations, 1929 and 1963. In: AER, 1966, Sept., S.777-787.

(Larner, 1970)
Larner, Robert J. Management Control and the Large Corporation. New York: Dunellen 1970.

(Lattmann u. Ganz-Keppeler, 1972)
Mitbestimmung in der Unternehmung. Hrsg. von Ch. Lattmann u. V. Ganz-Keppeler. Bern: Haupt 1972.

(Leibenstein, 1966)
Leibenstein, Harvey. Allocative Efficiency vs. "X-Efficiency". In: AER, 1966, June, S.392-415.

(Leibenstein, 1969)
Leibenstein, Harvey. Organizational or Frictional Equilibria, X-Efficiency, and the Rate of Innovation. In: QJE. 1969, Nov., S.600-623.

(Leibenstein, 1973)
Leibenstein, Harvey. Competition and X-Efficiency: Reply. In: JPE, 1973, May/June, S.765-777.

(Leibenstein, 1975)
Leibenstein, Harvey. Aspects of the X-Efficiency Theory of the Firm. In: BJ, 1975, Autumn, S.581-606.

(Levin u. Müller, 1973)
Levin, Henry; Müller, Jürgen. The Meaning of Technical Efficiency.Preprint Series of the International Institute of Management. Griegstraße 5, D-1ooo Berlin 33, I/73-67.

(Lewellen, 1969)
Lewellen, Wilbur G. Management and Ownership in the Large Firm. In: JOF, 1969, May, S.299-322.

(Lewellen u. Huntsman, 1970)
Lewellen, Wilbur G.; Huntsman, Blaine. Managerial Pay and Corporate Performance. In: AER, 1970, Sept., S.710-720.

(Lienert, 1973)
Lienert, Gustav Adolf. Verteilungsfreie Methoden in der Biostatistik. Bd.1, 2. Aufl. Meisenheim a.Gl.: Hain 1973.

(Machlup, 1967)
Machlup, Fritz. Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial. In: AER, 1967, March, S.1-33.

(Mähler, 1957)
Mähler, Kurt. Die Entwicklung der Willensbildung in deutschen Aktiengesellschaften in den letzten Jahrzehnten. Köln: Dissertation 1957.

(Mann, 1966)
Mann, H. Michael. Seller Concentration, Barriers to Entry, and Rates of Return in Thirty Industries, 1950-1960. In: RES, 1966, Aug., S.296-307.

(Mann, 1970)
Mann, H. Michael. Asymmetry, Barriers to Entry and Rates of Return in Twenty-Six Concentrated Industries, 1948 to 1957. In: WEJ, 1970, March, S.86-89.

(Mann, 1971)
Mann, H. Michael. The Interaction of Barriers and Concentration: A Reply. In: JIE, 1970/71, July 1971, S.291-293.

(Mann, 1973)
Mann, H. Michael. Concentration, Barriers to Entry, and Rates of Return Revisited: A Reply. In: JIE, 1972/73, April 1973, S.203-204.

(Marris, 1964)
Marris, Robin. The Economic Theory of "Managerial" Capitalism. London: Macmillan 1964.

(Marris, 1971)
Marris, Robin. An Introduction to Theories of Corporate Growth. In: The Corporate Economy, Growth, Competition and Innovative Power. Hrsg. v. R. Marris und A. Wood. London: Macmillan 1971, S.1-31.

(Masson, 1971)
Masson, Robert Tempest. Executive Motivations, Earnings and Consequent Equity Performance. In: JPE, 1971, Nov./Dec., 1278-1292.

(McEachern, 1975)
McEachern, William A. Managerial Control and Performance. Lexington, Mass.: Heath and Company 1975.

(McEachern, 1976a)
McEachern, William A. Corporate Control and Risk. In: EI, 1976, June, S.270-278.

(McEachern, 1976b)
McEachern, William A. Control Type and Profitability: Comment. In: QREB, 1976, Autumn, S.113-117.

(McGuire u.a., 1962)
McGuire, Joseph W.; Chiu, John S.Y.; Elbing, Alvar O. Executive Incomes, Sales and Profits . In: AER, 1962, Sept., S.753-761.

(McKean u. Monsen, 1975)
McKean, John R.; Monson, R. Joseph. Executive Compensation and the Theory of the Firm: An Empirical Study. In: IMM, 1975, S.125-132.

(Meehan u. Duchesneau, 1973)
Meehan, James W., Jr.; Duchesneau, Thomas D. The Critical Level of Concentration: An Empirical Analysis. In: JIE, 1973/74, Sept. 1973, S.21-36.

(Meeks u. Whittington, 1975)
Meeks, Geoffrey; Whittington, Geoffrey. Director's Pay, Growth and Profitability. In: JIE, 1975/76, Sept.1975, S.1-14.

(Mestmäcker, 1958)
Mestmäcker, Ernst-Joachim. Verwaltung, Konzerngewalt und Rechte der Aktionäre. Eine rechtsvergleichende Untersuchung nach deutschem Aktienrecht und dem Recht der Corporations in den Vereinigten Staaten. Karlsruhe: Müller 1958.

(Mitbestimmungskommission, 1970)
Mitbestimmung im Unternehmen. Bericht der Sachverständigenkommission zur Auswertung der bisherigen Erfahrungen bei der Mitbestimmung. Stuttgart: Kohlhammer 1970.

(Monopolkommission, 1976)
Mehr Wettbewerb ist möglich: Hauptgutachten 1973/75 1. Aufl., Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft 1976.

(Monsen u. Downs, 1965)
Monsen, Joseph R., Jr. und Downs, Anthony. A Theory of Large Managerial Firms. In: JPE, 1965, June, S.221-236.

(Monsen u.a., 1968)
Monsen, Joseph R.; Chiu, John S.; Cooley, David E. The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm. In: QJE, 1968, Aug., S.435-451.

(Moreland, 1972)
Moreland, R.Scott. Managerial Discretion, Property Rights, and the Theory of Firms. Warwick Economic Research Papers, Nr. 22, March 1972. Departement of Economics, University of Warwick, Coventry.

(Moreland, 1974)
Moreland, R.Scott. Managerial Discretion and X-In-efficiency. Arbeitspapier der Faculté Universitaire Catholique de Mons 1974/2, 151 Chaussée de Binche, 700 Mons Belgique.

(Mueller, 1972)
Mueller, Dennis. A Life Cycle Theory of the Firm. In: JIE 1971/72, July 1972, S.199-219.

(Ng, 1974)
Ng, Yew-Kwang. Utility and Profit Maximization by an Owner-Manager: Towards a General Analysis. In: JIE, 1974/75, Dec. 1974, S.97-108.

(Olsen, 1973)
Olsen, E.Odgers Jr. Utility and Profit Mazimization by an Owner-Manager. In: SEJ, 1972/73, Jan. 1973, S.389-395.

(Opp u. Schmidt, 1976)
Opp, Karl-Dieter; Schmidt, Peter. Einführung in die Mehrvariablenanalyse. Grundlagen der Formulierung und Prüfung komplexer sozialwissenschaftlicher Aussagen. Reinbek : Rowohlt 1976.

(Palmer, 1972)
Palmer, John P. The Separation of Ownership from Control in Large US Industrial Corporations. In: QREB, 1972, Autumn, S.55-62.

(Palmer, 1973a)
Palmer, John P. The Profit-Performance Effects of the Separation of Ownership from Control in Large U.S.Industrial Corporations. In: BJ, 1973, Spring, S.293-303.

(Palmer, 1973b)
Palmer, John P. The Profit Variability Effects of the Managerial Enterprise. In: WEJ, 1973, June, S.228-231.

(Palmer, 1974a)
Palmer, John P. Interaction Effects and the Separation of Ownership from Control. In: RISEC, 1974, Nr.2, S.146-150.

(Palmer, 1974b)
Palmer, John P. Barriers to Entry as a Measure of a Firm's Monopoly Power. In: The American Economist, 1974, S. 33-35.

(Palmer, 1975)
Palmer, John P. A Further Analysis of Profit Variability and Managerialism. In: EI, 1975, March, S.127-130.

(Parish u. Ng, 1972)
Parish, Ross u. Ng, Yew-Kwang. Monopoly, X-Efficiency and the Measurement of Welfare Loss. In: Econ, 1972, Aug., S.301-308.

(Peterson, 1965)
Peterson, Shorey. Corporate Control and Capitalism. In: QJE, 1965, Feb., S.1-24.

(Phillips, 1976)
Phillips, Almarin. A Critique of Empirical Studies of Relations Between Market Structure and Profitability. In: JIE, 1975/76, June 1976, S.241-249.

(Poensgen, 1972)
Poensgen, Otto H. Geschäftsbereichsstruktur, Rendite und Unternehmenswachstum. In: Unternehmensführung und Organisation. Bericht von der wissenschaftlichen Tagung in Innsbruck vom 23.-27. Mai 1972, hrsg. v. W.Kirsch, S.197-230.

(Poensgen, 1973)
Poensgen, Otto H. Geschäftsbereichsorganisation. Opladen: Westdeutscher Verlag 1973.

(Poensgen, 1974)
Poensgen,Otto H. Organizational Structure, Context and Performance. Working Paper 74-49, November 1974. The European Institute for Advanced Studies in Management. Brüssel.

(Poensgen, 1975)
Poensgen, Otto H. Kontext, Organisation und Erfolg. Ein Positionspapier. Saarbrücken: unveröffentl. Manuskript, Aug. 1975.

(Pross, 1965)
Pross, Helge. Manager und Aktionäre in Deutschland. Untersuchungen zum Verhältnis von Eigentum und Verfügungsmacht. Frankfurt: Europäische Verlagsanstalt 1965.

(Pross u. Boetticher, 1971)
Pross, Helge; Boetticher, Karl W. Manager des Kapitalismus. Untersuchung über leitende Angestellte in Großunternehmen. Frankfurt a.M.: Suhrkamp 1971.

(Qualls, 1972)
Qualls, David P. Concentration, Barriers to Entry, and Long Run Economic Profit Margins. In: JIE, 1971/72, April 1972, S.146-158.

(Qualls, 1974)
Qualls, David P. Stability and Persistence of Economic Profit Margins in Highly Concentrated Industries. In: SEJ, 1973/74, April 1974, S.604-612.

(Qualls, 1976)
Qualls, David P. Market Structure and Managerial Behavior. In: Essays on Industrial Organization in Honor of Joe S.Bain, hrsg. v.: R.T.Masson und P.D.Qualls. Cambridge, Mass.: Ballinger 1976, S.89-104.

(Quartz, 1976)
Quartz, Harald W. Rendite, Finanzstruktur und Risiko. Eine empirische Untersuchung bei deutschen Aktiengesellschaften. Saarbrücken: Diss. 1976.

(Radice, 1971)
Radice, H.K. Control Type, Profitability and Growth in Large Firms: An Empirical Study. In: EJ, 1971, Sept., S.547-562.

(Raiser, 1973)
Raiser, Thomas. Marktwirtschaft und paritätische Mitbestimmung. Zur Kritik des Berichts zur Mitbestimmungskommission. Heidelberg: Recht und Wirtschaft 1973.

(Ramser, 1972)
Ramser, Hans Jürgen. Wachstum als Unternehmungsziel. In: ZfbF, 1972, S.209-221.

(Ramström, 1959)
Ramström, Dick. Försäljningsorganisatoriska Problem. Stockholm: Företagsekonomiska Forskningsinstitutet vid Handelkögskolan i Stockholm, 1959; zitiert nach Bilkey (1973).

(Rauscher, 1971)
Rauscher, Anton. Unternehmerfunktion - Rentabilität - Eigentum. In: Mitbestimmung - Ordnungselement oder politischer Kompromiß, hrsg. von F.Böhm und G.Briefs. Stuttgart: Seewald 1971, S.87-108.

(Rhoades, 1970)
Rhoades, Stephen A. Concentration, Barriers and Rates of Return: A Note. In: JIE, 1970/71, Nov. 1970, S.82-88.

(Rhoades, 1972)
Rhoades, Stephen A. Concentration, Barriers to Entry, and Rates of Return Revisited. In: JIE, 1971/72, April 1972, S.193-195.

(Roberts, 1959)
Roberts, David R. Executive Compensation. Glencoe, Ill.: The Free Press 1959.

(Röpke, 1973)
Röpke, Jochen. Konzentration und Macht als Probleme der Wettbewerbstheorie. Zu den von Helmut Arndt herausgegebenen Bänden "Die Konzentration in der Wirtschaft". In: ORDO, 1973, S.297-314.

(Scherer, 1970)
Scherer, Frederic M. Industrial Market Structure and Economic Performance. Chicago: Rand McNally 1970.

(Scherer, 1973)
Scherer, Frederic, M. The Determinants of Industrial Plant Sizes in Six Nations. In: RES, 1973, May, S.135-145.

(Scherer u.a., 1975)
Scherer, Frederic M.; Beckenstein, Alan; Kaufer, Erich; Murphy, Dennis R. The Economics of Multi-Plant Operation. An International Comparisons Study. Harvard Economic Studies, Vol. 145. Cambridge, Mass.: Harvard University Press 1975.

(Schmidbauer, 1973)
Schmidbauer, Herbert. Allokation, technischer Fortschritt und Wettbewerbspolitik. Saarbrücken: Diss. 1973.

(Schmidt, 1974)
Schmidt, Reinhart. Interorganizational Relations between Management and Control in Large German Companies: A Matrix Approach. Manuskripte aus dem Seminar für Betriebswirtschaftslehre der Universität Kiel, Nr.15, März 1974; D-23 Kiel, Olshausenstraße 40-60.

(Schmidt-Sudhoff, 1967)
Schmidt-Sudhoff, Ulrich. Unternehmerziele und unternehmerisches Zielsystem. Wiesbaden: Gabler, 1967.

(Schneeweiß, 1971)
Schneeweiß, Hans. Ökonometrie. Würzburg: Physica 1971.

(Schneider, 1970)
Schneider, Dieter. Investition und Finanzierung. Opladen: Westdeutscher Verlag 1970.

(Schredelseker, 1975)
Schredelseker, Klaus. Eigentümerkontrolle in der großen Aktiengesellschaft. Ein Beitrag zur Diskussion um ein Unternehmensverfassungsrecht. Frankfurt a.M.: Lang 1975.

(Schwartzman, 1973)
Schwartzman, David. Competition and Efficiency: Comment. In: JPE, 1973, May/June, S.756-764.

(Schwertfeger, 1973)
Mitbestimmung in privaten Unternehmen. Zsgest. u. m. einer Einführung versehen von Gunther Schwertfeger, Berlin: de Gruyter 1973.

(Scitovszky, 1943)
Scitovszky, Tibor de. A Note on Profit Maximisation and its Implications. In: RESt, 1943/44, S.57-60.

(Shepherd, 1970)
Shepherd, William G. Market Power and Economic Welfare. An Introduction. New York: Random House 1970.

(Smith, 1976)
Smith, Daniel E. The Effect of the Separation of Ownership from Control on Accounting Policy Decisions. In: AR, 1976, S.707-723.

(Smyth u.a., 1975)
Smyth, David J.; Boyes, William J.; Peseau, Dennis E. Size, Growth, Profits and Executive Compensation in the Large Corporation: A Study of the 500 Largest United Kingdom and United States Industrial Corporations. London: Macmillan 1975.

(Sorensen, 1974)
Sorensen, Robert. The Separation of Ownership and Control and Firm Performance: An Empirical Analysis. In: SEJ, 1974/75, July 74, S.145-148.

(Steinmann, 1969)
Steinmann, Horst. Das Großunternehmen im Interessenkonflikt: ein wirtschaftswissenschaftl. Diskussionsbeitrag zu Grundfragen einer Reform der Unternehmensordnung in hochentwickelten Industriegesellschaften. Stuttgart: Poeschel 1969.

(Stigler, 1976)
Stigler, George J. The Xistence of X-Efficiency. In: AER, 1976, March, S.213-216.

(Swoboda, 1971)
Swoboda, Peter. Investition und Finanzierung. Göttingen: UTB Vandenhoeck 1971.

(TR 440 Programmbibliothek)
TR 440 Programmbibliothek. Fortran Statistik. 2. Nachtrag, Telefunken-Computer. Bestell-Nr.: 440.F4.12.02, Ausgabe: 0771-EP 33/Kääb.

(Ulrich, 1976)
Ulrich, Franz Heinrich. Die Bedeutung von Veränderungen in der gesellschaftlichen Kapitalbildung für die Willensbildung im Unternehmen. In: Die Bedeutung gesellschaftlicher Veränderungen für die Willensbildung im Unternehmen, Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Band 88, Berlin: Duncker u. Humblot 1976, S.325-339.

(Vogt, 1858)
Vogt, Gustav. Zur Theorie der Handelsgesellschaften, insbesondere der Actiengesellschaft. In: Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht, 1 (1858), S.477 ff.; zitiert nach Großfeld (1968).

(Wärneryd, 1957)
Wärneryd, Karl-Erik. Motiv Och Beslut 1, Företagsledningens Marknadspolitik. Stockholm: P.A. Norstedt&Söners Förlag 1957; zitiert nach Bilkey (1973).

(Ware, 1975)
Ware, Robert F. Performance of Manager-Versus Owner-Controlled Firms in the Food and Beverage Industry. In: QREB, 1975, Summer, S.81-92.

(Ware, 1976)
Ware, Robert F. Control Type and Profitability: Reply. In: QREB, 1976, Autumn, S.117-119.

(Weiss, 1971)
Weiss, Leonard W. Quantitative Studies of Industrial Organization. In: Frontiers of Quantitative Economics, ed.M.D. Intrilligator. Amsterdam: North-Holland 1971.

(Wiethölter, 1961)
Wiethölter, Rudolf. Interessen und Organisation der Aktiengesellschaft im amerikanischen und deutschen Recht. Karlsruhe: Müller 1961.

(Wild, 1967)
Wild, Bernhard. Infiltrations- und Durchsetzungsmöglichkeiten von Interessen bei unternehmerischen Entscheidungen. Clausthal-Z.: Bönecke 1967.

(Wesolowsky, 1976)
Wesolowsky, George O. Multiple Regression and Analysis of Variance. An Introduction for Computer Users in Management and Economics. New York: Wiley 1976.

(Williamson, 1964)
Williamson, Oliver E. The Economics of Discretionary Behavior: Managerial Objectives in a Theory of the Firm. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall 1964.

(Williamson, 1971)
Williamson, Oliver E. Managerial Dicretion, Organization Form, and the Multi-division Hypothesis. In: The Corporate Economy: Growth, Competition and Innovative Potential, hrsg. von R.Marris u. A.Wood. London: Macmillan 1971.

(Wittmann, 1961)
Wittmann, Waldemar. Überlegungen zu einer Theorie des Unternehmungswachstums. In: ZfhF, 1961, S.493-519.

(Wöhe, 1976a)
Wöhe, Günter. Betriebswirtschaftliche Steuerlehre. Bd.I Grundlagen - Der Einfluß der Besteuerung auf das Rechnungswesen des Betriebes. 4. Auflg. München: Vahlen 1976.

(Wöhe, 1976b)
Wöhe, Günter. Bilanzierung und Bilanzpolitik. Betriebswirtschaftlich-Handelsrechtlich- Steuerrechtlich. 4.Auflg. München: Vahlen 1976.

(Wong, 1975)
Wong, R.E. Profit Maximization and Alternative Theories: A Dynamic Reconciliation. In: AER, 1975, S.689-694.

(Yarrow, 1972)
Yarrow, George K. Executive Compensation and the Objectives of the Firm. In: Market Structure and Corporate Behaviour, hrsg. v. K.Cowling. London: Gray Mills Publishing LTD 1972, S.149-173.

(Yarrow, 1973)
Yarrow, George K. Managerial Utility Maximization Under Uncertainty. In: Econ., 1973, May, S.155-173.

(Yarrow, 1976)
Yarrow, George K. On the Predictions of Managerial Theories of the Firm. In: JIE, 1975/76, June 1976, S.267-279.

(Zapf, 1965)
Zapf, Wolfgang. Die deutschen Manager-Sozialprofil und Karriereweg. In: Beiträge zur Analyse der deutschen Oberschicht, bearb. und hrsg. von Wolfgang Zapf, 2.Auflg. München: Piper 1965, S.136-149.

(Zepf, 1970)
Zepf, Günter. Der Prozeß der Zielbildung in Unternehmungen aus verhaltenstheoretischer Sicht. In: ZO, 1970, S.71-79.

Übersichtenverzeichnis

Übersicht II-1: Befunde zum Zusammenhang Erfolg und Unternehmenskontrolle 13

Übersicht II-2: Welche Bedeutung messen die Autoren der Verhaltensrelevanz der Trennung von Eigentum und Kontrolle im Lichte ihrer eigenen Ergebnisse bei? 14

Übersicht II-3: Fünfzehn Untersuchungen zum Einfluß der Unternehmenskontrolle auf die Rendite 29

Übersicht III-1: Komparativ-statische Eigenschaften 57

Übersicht IV-1: Empirisch identifizierte Unternehmungsziele 88

Übersicht IV-2: Verhaltensrelevanz verschiedener Unternehmungsziele 90

Übersicht IV-3: Geäußerte Unternehmungsziele, differenziert nach Eigentümerunternehmern und Managern 91

Übersicht IV-4: Rangordnung von Unternehmungszielen 92

Übersicht IV-5: Unternehmungsziele, abgeleitet aus Führungsgrundsätzen 94

Übersicht IV-6: Ziele in der Unternehmungsplanung 95

Abbildungsverzeichnis

Abbildung III-1: Die Bewertungsrate als Funktion der Wachstumsrate 43

Abbildung III-2: Die Wahl zwischen diskretionärem Gewinn und präferierten Ausgaben 49

Abbildung III-3: Die Wahl zwischen diskretionärem Gewinn und Stabsausgaben 51

Abbildung III-4: Die Veränderung der komparativ-statischen Eigenschaften des Modells der Umsatzmaximierung bei Variation der Restriktion 55

Abbildung IV-1: Gewinnorientierung - 1. Fall 83

Abbildung IV-2: Gewinnorientierung - 1. Fall 84

Abbildung IV-3: Gewinnorientierung - 2. Fall 85

Abbildung IV-4: Gewinnorientierung - 3. Fall 85

Tabellenverzeichnis

Tabelle	II-1:	Die Ergebnisse in Palmer's Studie	19
Tabelle	IV-1:	Die Differenzen in der Verbreitung der Unternehmenskontrolltypen nach Burch und Larner	97
Tabelle	IV-2:	Die Verbreitung der Unternehmenskontrolltypen nach Larner	99
Tabelle	IV-3:	Die Verbreitung der Unternehmenskontrolltypen nach Burch	101
Tabelle	IV-4:	Zusammenfassung der Ergebnisse von Larner und Burch	102
Tabelle	VII-1:	Unternehmen nach Rechtsform und Beschäftigtengrößenklassen	135
Tabelle	VII-2:	Reichweite der Angaben zu den Kapitalbesitzverhältnissen	147
Tabelle	VIII-1:	Interkorrelation ausgewählter Größenmaße	157
Tabelle	VIII-2:	Konzentrationsraten KZ_{10} für 23 Industrien - 1965	160
Tabelle	IX-1:	Anteil der Unternehmenskontrollgruppen (an den börslich notierten Aktiengesellschaften mit bekannten Kapitalbesitzverhältnissen)	169
Tabelle	IX-2:	Zahl und Anteil am Gesamtumsatz der "100 Größten" nach Gruppen von Anteilseignern (Mehrheitsbesitz) - 1972	170
Tabelle	IX-3:	Struktur der Stichprobe	172
Tabelle	IX-4:	Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle, einfacher Ansatz, OLS-Schätzung	184
Tabelle	IX-5:	Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle, multiple Ansätze, OLS-Schätzung	186
Tabelle	IX-6:	Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle, Interaktionsansatz, OLS-Schätzung	188
Tabelle	IX-7:	Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle, alle Ansätze unter verschiedenem Kontext, OLS-Schätzung	190
Tabelle	IX-8:	Heteroskedastietest für den Zusammenhang Eigenkapitalrendite und Unternehmensgröße	192

Tabelle IX- 9: Bestimmung des Wertes a zur Korrektur der Heteroskedastie im Zusammenhang Eigenkapitalrendite und Unternehmensgröße 193

Tabelle IX-10: Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle, alle Ansätze, GLS-Schätzung 195

Tabelle IX-11: Eigenkapitalrendite und Unternehmenskontrolle, alle Ansätze unter verschiedenem Kontext, GLS-Schätzung 196

Tabelle X- 1: Wachstum und Unternehmenskontrolle, einfacher Ansatz, OLS-Schätzung 207

Tabelle X- 2: Heteroskedastietest für den Zusammenhang Wachstumsrate und Unternehmensgröße 208

Tabelle X- 3: Wachstum und Unternehmenskontrolle, einfacher Ansatz, GLS-Schätzung 209

Tabelle X- 4: Mittelwerte der Wachstumsraten 210

Tabelle X- 5: Wachstum und Unternehmenskontrolle, multipler Ansatz, OLS- und GLS-Schätzung 211

Tabelle X- 6: Wachstum und Unternehmenskontrolle, einfacher Ansatz unter verschiedenem Kontext, OLS- und GLS-Schätzung 212

Tabelle X- 7: Wachstum und Unternehmenskontrolle, multipler Ansatz unter verschiedenem Kontext, OLS- und GLS-Schätzung 213

Tabelle XI- 1: Unternehmensrisiko und Unternehmenskontrolle, einfaches und multiples Modell 220

Tabelle XI- 2: Mittelwerte der Eigenkapitalrendite-Varianz 221

Tabelle XI- 3: Unternehmensrisiko und Unternehmenskontrolle, einfaches und multiples Modell unter verschiedenem Kontext 221

Tabelle XI- 4: Anlagerisiko und Unternehmenskontrolle, einfaches und multiples Modell 224

Tabelle XI- 5: Heteroskedastietest für den Zusammenhang Eigenkapitalrendite und Unternehmensgröße, N=45 226

Tabelle XI- 6: Eigenkapitalrendite und Unternehmensrisiko 227

Tabelle XII- 1: Heteroskedastietest für den Zusammenhang Vorstandsbezüge und Unternehmensgröße 233

Tabelle XII- 2: Einflußgrößen der Vorstandsbezüge 234

Tabelle XII- 3: Vorstandsbezüge und Unternehmenskontrolle 237

Häufig benutzte Symbole in Abschnitt III

A = präferierte Ausgaben
B = Buchwert
b = Bewertungsrate (M/B)
D = Nachfrage (Demand)
F = feste Steuersumme
G = Gewinn
g = Gewinnrate
K = Kosten
L = Lagrange-Funktion
M = Marktwert
N = Nutzen
P = Preis
r = Einbehaltungsrate
S = Stabsausgaben
T = Gewinnsteuersatz
t = Periodenindex
U = Umsatz
w = Wachstumsrate
X = Ausbringungsmenge
λ = Lagrange-Multiplikator

Hinweis zur Schreibweise der Ableitungen:

$Y_X = \partial Y/\partial X$

$Y_{XX} = \partial^2 Y/\partial X^2$

$Y_{XS} = \partial^2 Y/\partial X \partial S$

Häufig benutzte Symbole in Teil B

$\hat{b}$ = OLS-Schätzer der Regressionskoeffizienten

$\tilde{b}$ = GLS-Schätzer der Regressionskoeffizienten

B = Schätzwert des β-Koeffizienten

BW = Bewertungsrate

DIVI = Dividende

ER = Eigenkapitalrendite

ERM = 10-Jahresdurchschnitt der Eigenkapitalrendite

ERK = Interaktionsvariable zwischen ER und K

K = Unternehmenskontrolle

KMA = Interaktionsvariable zwischen K und MA

LG = Natürlicher Logarithmus des Gesamtkapitals

LGM = Natürlicher Logarithmus des 10-Jahresdurchschnittes des Gesamtkapitals

MA = Marktanteil

MR = Marktrendite

MRM = 10-Jahresdurchschnitt der Marktrendite

MW = Marktwert

UM = Umsatz

UMK = Interaktionsvariable zwischen UM und K

VER = Varianz der Eigenkapitalrendite

VBER = Trendbereinigte Varianz der Eigenkapitalrendite

VBEZ = Vorstandsbezüge

WR = Wachstumsrate

Hinweis zur Schreibweise von Potenzen:

$A^X = A \cdot\cdot X$